BANK OF CANADA

MONETARY POLICY REPORT

– November 2001 –

Summary

Canada's economy is feeling the effects of two major events: the global economic slowdown that began last year in the United States and the aftermath of the 11 September terrorist attacks. Together, these factors have led to a highly uncertain environment, so the band of confidence around the economic outlook is much wider than usual.

By midsummer, evidence began to accumulate that the economic slowdown would be deeper and more protracted than previously anticipated, both globally and in Canada. Canada's economic outlook weakened further as a result of the terrorist attacks in the United States.

It now appears that economic growth will be close to zero or slightly negative in the second half of 2001, leaving real GDP growth for the year as a whole at about 1 1/2 per cent.

Because of the unusual nature of the uncertainty we are facing, the Bank's economic outlook for 2002 is based on a set of working assumptions about business and consumer confidence. These assumptions are that there will be no further major escalation of terrorism and that business and consumer confidence will return to normal levels in the second half of next year.

Highlights

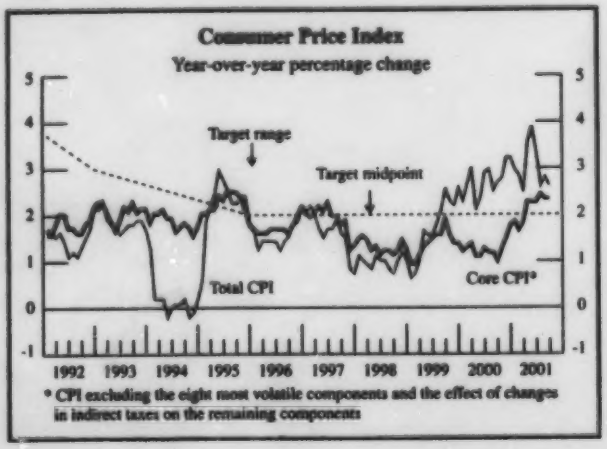
- Given the unusual nature of the uncertainty we face, the Bank's economic outlook is based on a set of working assumptions about business and consumer confidence.
- These assumptions are that there will be no further major escalation of terrorism, and that consumer and business confidence will return to normal levels in the second half of 2002.
- Under these assumptions, growth in the second half of 2001 is expected to be close to zero or slightly negative, leaving growth for the year as a whole at about 1 1/2 per cent. Growth in 2002 is expected to be 1 1/2 per cent, with the economy gaining speed through the year and growing faster than potential output in the second half.
- In this scenario, with more slack opening up in the economy, core inflation is expected to fall to about 1 1/2 per cent in the second half of 2002. Total CPI inflation in 2002 is also expected to move below the 2 per cent midpoint of the Bank's inflation-control target range.

Under these assumptions, growth would increase to about 2 per cent in the first half of 2002 and to about 4 per cent in the second half. On an average annual basis, this would produce growth of about 1 1/2 per cent in 2002.

With Canada's economy already in a position of excess supply in the third quarter of 2001, the implication of this growth scenario is that the economy would operate even further below capacity throughout next year. This would mean more persistent downward pressure on core inflation, which is expected to fall to about 1 1/2 per cent in the second half of next year. Core inflation would then move back close to the 2 per cent midpoint of the Bank's 1 to 3 per cent inflation-control range by the end of 2003. Total CPI inflation is expected to move in a similar manner, if world energy prices remain at or below their early-September levels.

Recent Economic and Financial Developments

Even before the terrorist attacks in the United States, a more pronounced weakening trend had become evident globally and in Canada, with economic growth slowing sharply through the first half of 2001 and into the third quarter. This weakness had its roots in the slowdown that had begun in the United States in the second half of last year.



While Canada's growth through this period had slowed because of reduced exports to the United States, it remained at higher levels than U.S. growth. But final domestic demand had also begun to soften, owing to weak business investment and a slowdown in household spending.

In response to these trends, the Bank lowered interest rates beginning in early 2001. In total, the Bank has dropped its target for the overnight rate by 3 percentage points, including the 75-basis-point reduction on 23 October. The unusual step of lowering rates by 50 basis points on 17 September, between scheduled announcement dates, was taken because of the need for prompt action to underpin consumer and business confidence following the terrorist attacks.

The slowing world economy and the resulting drop in commodity prices have led to weakness in the Canadian dollar. The global economic uncertainty stemming from the terrorist attacks has also weighed on the Canadian dollar.

Core inflation rose above 2 per cent in the spring and hovered around 2.3 per cent through the summer months. This movement was consistent with the lagged effects of the economy operating above capacity earlier this year. In contrast, because of declining energy prices, total CPI inflation has fallen sharply from a peak rate of nearly 4 per cent in May and is moving down towards core inflation.

Prospects for Growth

The Bank had already revised its outlook for Canada's economy in late summer, in recognition of the weaker global economy. But the terrorist attacks in the United States have further dampened Canada's near-term prospects and have introduced an unusually high degree of uncertainty.

In Canada, growth in the second half of 2001 is now expected to be close to zero or slightly negative as the direct economic effects of the attacks are felt, particularly in the air transportation, tourism, and finance industries. This would imply annual average growth for 2001 of about 1 1/2 per cent—close to the latest average private sector forecast.

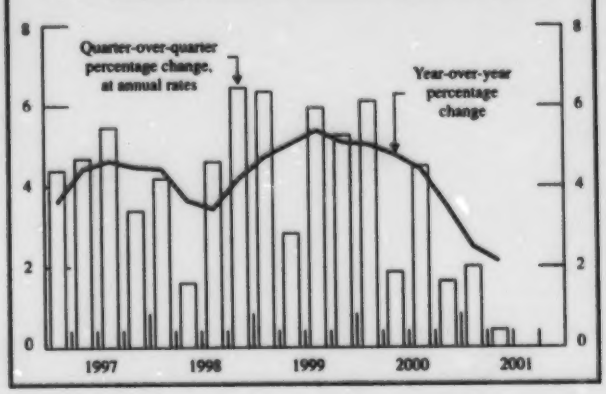
The performance of the Canadian economy in 2002 will depend critically on the global environment in general and on the timing and strength of the U.S. recovery in particular. One can construct a scenario where confidence is restored quickly and, given the amount of monetary as well as fiscal stimulus that has been provided, robust growth in the North American economy resumes early in 2002. However, if consumer and business confidence stay weak for quite some time, growth would remain sluggish through most of 2002.

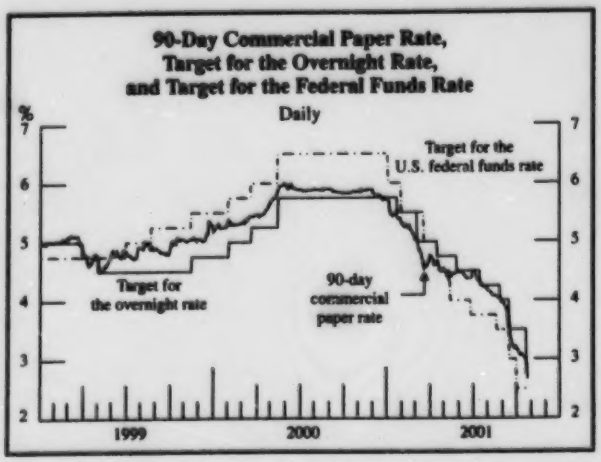
Based on its working assumptions, the Bank has formulated an economic outlook that lies between these two scenarios. These assumptions involve no further major escalation of terrorism and a return to normal levels of confidence in the second half of 2002.

Under these working assumptions, U.S. growth is expected to be positive but low in the first half of 2002. With uncertainty dissipating, confidence rebounding, and the significant amount of stimulus already provided, the U.S. economy should grow at a faster rate than potential output in the second half. On an average annual basis, this would imply growth in the U.S. economy of about 1 per cent in 2002. Growth would be considerably stronger on a fourth-quarter-over-fourth-quarter basis, at 2 3/4 per cent.

Given the Bank's working assumption about the return of business and consumer confidence, together with the domestic policy measures that have been taken, we see growth in Canada picking up modestly in the first half of next year and rising to a rate above that of growth in potential output (estimated at about 3 per cent) in the second half. On an annualized basis, growth would average about 2 per cent in the first half of 2002 and about 4 per cent in the second half. On an average annual basis, this implies growth for 2002 of about 1 1/2 per cent, compared with an average private sector forecast of about 1 3/4 per cent.

Gross Domestic Product in Constant Dollars for Canada





The Outlook for Inflation

Earlier this year, Canada's core inflation rate moved above the 2 per cent midpoint of the Bank's 1 to 3 per cent inflation-control target range, peaking at 2.4 per cent in July. This was broadly consistent with an economy that had been operating above its capacity early in the year.

Pressures on capacity began to ease, however, as the economy slowed. Several indicators suggest that the economy was in a position of excess supply in the third quarter of 2001. While there are still signs of tightness in some sectors, such as shortages of skilled labour, the economic slowdown has substantially reduced demand pressures.

Indeed, with the economy not expected to return to above-potential growth until the second half of 2002, the output gap is expected to continue widening until then.

In this scenario, core inflation is expected to move below 2 per cent in early 2002 and fall to about 1 1/2 per cent in the second half of the year. Total CPI inflation should fall to about 2 per cent by the end of 2001, assuming that world energy prices remain at or below their early-September levels. Total inflation would then move slightly below core inflation in 2002.

With economic slack projected to start shrinking in the second half of 2002 and to disappear through 2003, both core and total CPI inflation would be expected to move back close to 2 per cent by the end of 2003.

Conclusions

The Bank of Canada has lowered its target for the overnight interest rate by 300 basis points since the beginning of the year. These actions have been taken to support economic growth and to keep inflation close to our 2 per cent target over the medium term.

Because of the unusual nature of the current uncertainty, the economic outlook presented in this *Report*—which led to the Bank's decision on 23 October—is based on a set of assumptions about business and consumer confidence. This outlook and the associated analysis will continue to guide the Bank's judgment about monetary policy as more information becomes available.

In 2002, the Bank of Canada's *Monetary Policy Report* will be published in April and October. Regular *Updates* will be published in January and July. Copies of the full *Report*, the *Summary*, and the *Update* may be obtained by contacting: Publications Distribution, Communications Department, Bank of Canada, Ottawa, Ontario, Canada K1A 0G9.

Telephone: (613) 782-8248; e-mail: publications@bankofcanada.ca

Web site: http://www.bankofcanada.ca

102-01580/

BANQUE DU CANADA

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

– novembre 2001 –

Sommaire

L'économie canadienne subit les contrecoups de deux événements majeurs : le ralentissement de la croissance économique mondiale amorcé l'an dernier aux États-Unis et les attentats terroristes survenus le 11 septembre. La combinaison de ces facteurs a créé un climat de grande incertitude, de sorte que l'intervalle de confiance relatif aux prévisions économiques est beaucoup plus large qu'à l'ordinaire.

Au milieu de l'été, les signes que la décélération de l'activité dans le monde et au Canada serait plus prononcée et plus longue que prévu ont commencé à s'accumuler. Les perspectives économiques du Canada se sont encore dégradées à la suite des attentats commis aux États-Unis.

Il semble bien maintenant que l'économie connaîtra une croissance à peu près nulle ou légèrement négative au second semestre de 2001, ce qui implique une hausse du PIB réel d'environ 1 1/2 % pour l'ensemble de l'année.

Étant donné le caractère inhabituel de l'incertitude qui règne actuellement, la Banque s'est fondée sur une série d'hypothèses de travail concernant la confiance des entreprises et des ménages pour évaluer les perspectives d'évolution de l'économie canadienne en 2002. Ces hypothèses sont qu'il n'y aura pas de nouvelle escalade importante du terrorisme et que le niveau de confiance des ménages et des entreprises retournera à la normale au second semestre de 2002.

Faits saillants

- Étant donné le caractère inhabituel de l'incertitude qui règne actuellement, la Banque s'est fondée sur une série d'hypothèses de travail concernant la confiance des entreprises et des ménages pour son évaluation des perspectives de l'économie canadienne.
- Ces hypothèses sont qu'il n'y aura pas de nouvelle escalade importante du terrorisme et que la confiance des consommateurs et des entreprises se rétablira au second semestre de 2002.
- Selon ces hypothèses, la croissance serait à peu près nulle ou légèrement négative au second semestre de 2001, pour se chiffrer à environ 1 1/2 % sur l'ensemble de l'année. Elle devrait se situer à 1 1/2 % en 2002, l'activité gagnant en vigueur au fil des mois et progressant plus rapidement que la production potentielle au deuxième semestre.
- D'après ce scénario, le taux d'augmentation de l'indice de référence devrait tomber à environ 1 1/2 % au second semestre de 2002, à la faveur de l'accroissement des capacités excédentaires. Celui de l'IPC global devrait aussi glisser l'an prochain sous 2 %, le point médian de la fourchette cible de la Banque.

D'après ces hypothèses, le rythme d'expansion de l'activité devrait s'accélérer pour atteindre quelque 2 % au premier semestre de 2002 et à peu près 4 % au second. Sur l'ensemble de l'année 2002, l'économie progresserait donc d'environ 1 1/2 %.

Selon ce scénario, l'économie canadienne, qui se trouvait déjà en situation d'offre excédentaire au troisième trimestre de 2001, tournerait encore davantage en deçà des limites de sa capacité tout au long de 2002. Il en résulterait une intensification des pressions à la baisse sur l'inflation mesurée par l'indice de référence, qui devrait ainsi tomber à environ 1 1/2 % au second semestre de 2002. Celle-ci remonterait avant la fin de 2003 à près de 2 %, le point médian de la fourchette de 1 à 3 % visée par la Banque. Le taux d'augmentation de l'IPC global devrait suivre une trajectoire similaire, si les cours mondiaux de l'énergie demeurent aux niveaux affichés au début de septembre ou en deçà.

L'évolution économique et financière récente

Même avant les attaques terroristes perpétrées aux États-Unis, une baisse de régime plus marquée était devenue manifeste dans le monde et ici au pays, la croissance s'étant considérablement ralentie tout au long du premier semestre de 2001 et encore au troisième trimestre. Cette atonie tenait au tassement de l'activité amorcé aux États-Unis au cours de la seconde moitié de l'an dernier.

Bien qu'elle ait été freinée par la réduction des exportations vers les États-Unis durant cette période, la croissance était demeurée plus forte au Canada que chez nos voisins du sud. Mais la progression de la demande intérieure finale avait aussi commencé à fléchir, en raison de la faiblesse des investissements des entreprises et de la modération de la dépense des ménages.

La Banque a réagi à cette évolution en abaissant les taux d'intérêt dès le début de 2001. Au total, elle a réduit le taux cible du financement à un jour de 3 points de pourcentage, dont 3/4 de point le 23 octobre. La décision, inhabituelle, de réduire le taux en dehors des dates d'annonce préétablies — en l'occurrence de un demi-point le 17 septembre — a été motivée par le besoin pressant de soutenir la confiance des ménages et des entreprises au lendemain des attentats.

L'essoufflement de l'économie mondiale et la chute consécutive des prix des produits de base se sont répercutés sur le dollar canadien. Ce dernier s'est également ressenti de l'incertitude que les attentats terroristes ont fait naître sur la scène économique internationale.

L'inflation mesurée par l'indice de référence a franchi la barre des 2 % au printemps et oscillé autour de 2,3 % tout au long de l'été. Cette hausse faisait écho à la surutilisation des capacités de l'économie qui persistait au début de l'année. En revanche, le taux d'augmentation de l'IPC global, qui avait atteint un sommet de près de 4 % en mai, a nettement diminué sous l'effet de la baisse des cours de l'énergie et se rapproche de l'inflation mesurée par l'indice de référence.

Indice des prix à la consommation

Taux de variation sur douze mois

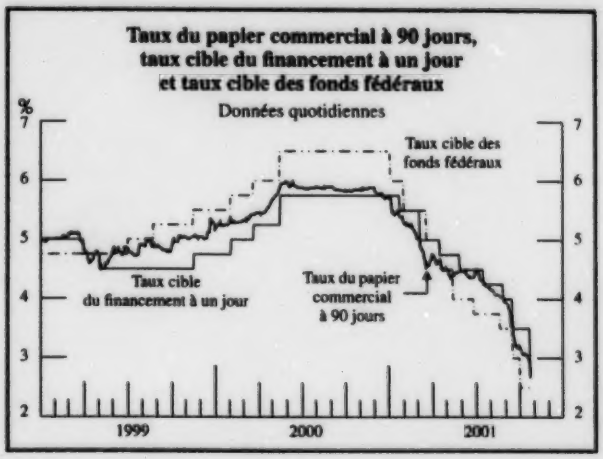
* Indice excluant les huit composantes les plus volatiles de l'IPC et l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes

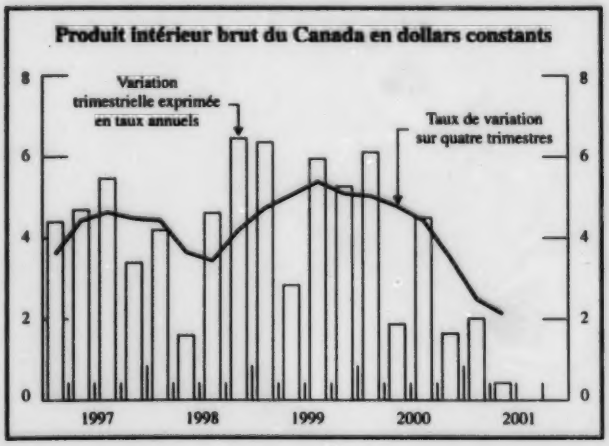
Les perspectives de croissance

À la fin de l'été, la Banque du Canada avait déjà revu ses prévisions concernant l'économie canadienne, à la lumière du ralentissement de l'activité à l'échelle mondiale. Mais les attentats terroristes survenus aux États-Unis ont assombri encore davantage les perspectives à court terme du Canada et beaucoup accentué l'incertitude.

Au Canada, nous nous attendons maintenant à ce que l'expansion économique soit à peu près nulle ou légèrement négative au second semestre de 2001, en raison de l'ampleur des effets économiques directs des attentats, particulièrement dans les secteurs du transport aérien, du tourisme et des finances. La croissance pour l'année dans son ensemble devrait par conséquent se situer aux environs de 1 1/2 %, soit près des plus récentes prévisions du secteur privé.

La tenue de l'économie canadienne en 2002 dépendra essentiellement du climat mondial, en général, et du moment et de l'ampleur de la reprise aux États-Unis, en particulier. On peut imaginer un scénario dans lequel la confiance se rétablit rapidement et où, compte tenu des mesures monétaires et budgétaires fortement expansionnistes qui ont été mises en place, une reprise robuste de la croissance en Amérique du Nord s'amorcera dès les premiers mois de 2002. Cependant, si la confiance des ménages et des entreprises reste fragile encore longtemps, la croissance risque de demeurer anémique durant la majeure partie de l'année.





En se fondant sur ses hypothèses de travail, la Banque a formulé un pronostic qui se situe à mi-chemin entre ces deux scénarios. Ces hypothèses sont qu'il n'y aura pas de nouvelle escalade importante du terrorisme et que la confiance retournera à des niveaux normaux dans la seconde moitié de 2002.

Selon ces hypothèses de travail, le taux d'accroissement de l'activité aux États-Unis devrait être positif, quoique faible, dans la première moitié de 2002. Il devrait ensuite dépasser celui de la production potentielle durant le deuxième semestre, à la faveur de l'atténuation de l'incertitude, du rétablissement de la confiance et des mesures fortement expansionnistes déjà mises en place. En 2002, l'expansion de l'économie américaine avoisinerait ainsi 1 % pour l'année dans son ensemble. Mesurée en glissement annuel au quatrième trimestre, la croissance devrait être beaucoup plus ferme et atteindre 2 3/4 %.

Étant donné l'hypothèse de la Banque concernant le retour de la confiance des ménages et des entreprises et compte tenu des mesures de politique intérieure qui ont été prises, nous nous attendons à ce que la croissance au Canada enregistre une modeste remontée au premier semestre de l'an prochain et dépasse le

taux d'augmentation de la production potentielle (estimé à quelque 3 %) au second semestre. Le taux annualisé de croissance devrait avoisiner 2 % au premier semestre de 2002 et 4 % au second. Sur l'ensemble de l'année 2002, le rythme d'expansion de l'activité devrait donc s'établir aux alentours de 1 1/2 %, ce qui est comparable au taux d'environ 1 3/4 % avancé en moyenne par les prévisionnistes du secteur privé.

Les perspectives en matière d'inflation

Ce printemps, l'inflation mesurée par l'indice de référence s'est hissée au-dessus de 2 %, le point médian de la fourchette de 1 à 3 % visée par la Banque, pour culminer à 2,4 % en juillet. Cette évolution cadrait dans l'ensemble avec une économie qui tournait au delà des limites de sa capacité en début d'année.

Les pressions s'exerçant sur l'appareil de production se sont toutefois mises à s'atténuer à la faveur de la décélération de l'activité. Plusieurs indicateurs donnent à penser que l'économie se trouvait en situation d'offre excédentaire au troisième trimestre de 2001. Bien qu'il subsiste dans certains secteurs des signes de tension, tels que des pénuries de main-d'œuvre qualifiée, le ralentissement de l'économie a sensiblement réduit les pressions de la demande.

Comme nous ne nous attendons pas à ce que le rythme d'expansion de l'économie dépasse celui de la production potentielle avant le second semestre de 2002, l'écart de production devrait continuer de s'élargir d'ici là.

D'après ce scénario, l'inflation mesurée par l'indice de référence devrait glisser sous 2 % au début de 2002 et descendre à quelque 1 1/2 % au second semestre. Si les cours mondiaux de l'énergie restent aux niveaux affichés au début de septembre ou en deçà, le taux d'accroissement de l'IPC global devrait tomber à environ 2 % d'ici la fin de cette année, pour ensuite descendre légèrement sous celui de l'indice de référence en 2002.

Étant donné que la Banque prévoit que les capacités inutilisées dans l'économie commenceront à se résorber durant la seconde moitié de 2002, pour disparaître en 2003, les taux d'accroissement de l'indice de référence et de l'IPC global devraient tous deux remonter à près de 2 % d'ici la fin de 2003.

Conclusions

La Banque du Canada a abaissé le taux cible du financement à un jour de 300 points de base depuis le début de l'année. Ces mesures visaient à soutenir la croissance de l'économie canadienne et à maintenir l'inflation près de notre cible de 2 % à moyen terme.

Étant donné le caractère inhabituel de l'incertitude qui règne actuellement, l'évaluation des perspectives économiques fournie dans le présent rapport — sur laquelle reposait la décision qu'a prise la Banque d'abaisser son taux directeur le 23 octobre — est fondée sur une série d'hypothèses de travail concernant la confiance des entreprises et des ménages. Cette évaluation continuera de guider la Banque, à mesure qu'elle disposera de nouvelles données sur l'économie, dans les décisions qu'elle prendra au sujet de l'orientation à imprimer à la politique monétaire.

En 2002, le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada sera publié en avril et en octobre. Des mises à jour de l'analyse qui y est présentée paraîtront en janvier et en juillet. Pour recevoir des exemplaires du *Rapport* au complet, du *Sommaire* ou de la *Mise à jour*, veuillez communiquer avec le Service de la diffusion des publications, département des Communications, Banque du Canada, Ottawa (Ontario), Canada K1A 0G9.

Téléphone : (613) 782-8248; adresse électronique : publications@banqueducanada.ca;
site Web : http://www.banqueducanada.ca

BANK OF CANADA

MONETARY POLICY REPORT

– November 2001 –

The 1985 silver dollar on the cover was designed by Karel Roblicek and marks the 100th anniversary of Canada's National Parks. The national parks system began in November 1885 when 26 square kilometres on the north slope of Sulphur Mountain were set aside for public use. This was the beginning of what is now Banff National Park. The Dominion Parks Branch, the world's first distinct bureau of national parks, was formed in 1911, and the National Parks Act was passed in 1930. There are currently 39 national parks and national park reserves (areas designated to become parks).

Bank of Canada
234 Wellington Street
Ottawa, Ontario
K1A 0G9

4521
CN ISSN 1201-8783

Printed in Canada on recycled paper

BANK OF CANADA

MONETARY POLICY REPORT

— November 2001 —

This is a report of the Governing Council of the Bank of Canada:
David Dodge, Malcolm Knight, Charles Freedman, Paul Jenkins,
Sheryl Kennedy, and Pierre Duguay.

All of us at the Bank of Canada share a deep sorrow at the loss of so many lives in the 11 September terrorist attacks in the United States. Among those who died were innocent citizens of many nationalities, including Canadians. To their families, friends, and colleagues we extend our heartfelt sympathy. As we strive to come to terms with this tragedy and its implications for all of us, we are tremendously encouraged by the co-operation, solidarity, and determination that are abundantly evident both at home and in the international community. Through this time of anxiety and uncertainty, we at the Bank of Canada will continue to fulfill our responsibility to support the economic well-being of Canadians and to promote the stability of the domestic and international financial systems.

David Dodge

Governor, Bank of Canada
24 October 2001

Contents

1. Introduction 5

2. Recent Developments in Inflation 6

Inflation and the target range 6
Factors at work on inflation 9

3. Financial Developments 16

Policy actions 16
Exchange rate 19
Monetary conditions 20
Other financial developments 20

4. The Outlook for Inflation 22

Uncertainty in the current environment 22
International background 22
Aggregate demand and supply in Canada 25
Measures of inflation expectations 27
Other factors affecting inflation 28
Projections from the monetary aggregates 29
Inflation projection 31

5. Conclusions 32

Bibliography 33

Technical Boxes

1. The Near-Term Economic Effects of the Terrorist Attacks 12
2. Actions Taken in Canada to Deal with Possible Disruptions to the Financial System 17
3. The Outlook for Business Investment and Potential Output in the United States 24

Canada's Inflation-Control Strategy

Inflation control and the economy

- Inflation control is not an end in itself; it is the means whereby monetary policy contributes to solid economic performance.
- Low inflation allows the economy to function more effectively. This contributes to better economic growth over time and works to moderate cyclical fluctuations in output and employment.

The monetary policy instrument

- Announcements regarding the Bank's policy instrument—its operating band for the overnight interest rate—take place, under normal circumstances, on eight pre-specified dates during the year.
- In setting a target for the overnight rate, the Bank of Canada influences short-term interest rates to achieve a rate of monetary expansion consistent with the inflation-control target. The transmission mechanism is complex and involves long and variable lags—the impact on inflation from changes in policy rates is usually spread over six to eight quarters.

The target

- In February 1991, the federal government and the Bank of Canada jointly announced a series of targets for reducing total CPI inflation to the midpoint of a range of 1 to 3 per cent by the end of 1995. That inflation-control target range was extended a number of times, most recently in May 2001, in this last case to the end of 2006. Monetary policy will continue to aim at keeping future inflation at the 2 per cent target midpoint of this range, both to maximize the likelihood that inflation stays within the target range and to increase the predictability of inflation over the longer term (Crawford 2001).

Monitoring inflation

- In the short run, a good deal of movement in the CPI is caused by transitory fluctuations in the prices of such volatile components as fruit and gasoline, as well as by changes in indirect taxes. For this reason, the Bank focuses on a *core* measure of CPI inflation that excludes the eight most volatile components of the CPI and adjusts the remaining components to remove the effect of changes in indirect taxes. Core inflation also tends to be a better predictor of future changes in the total CPI than does the recent history of CPI inflation (Macklem 2001).

1. INTRODUCTION

The economic outlook is considerably more uncertain than usual.

Two major issues dominate the analysis and policy discussion in this *Monetary Policy Report*: the nature and extent of the global economic slowdown that began late last year and the consequences of the terrorist attacks in the United States. Together, these factors have made the economic outlook considerably more uncertain than usual.

The global nature of the economic slowdown that began in the United States in the second half of last year became increasingly evident through the summer of 2001. Although Japan had already been experiencing a period of protracted weakness, it was only around mid-year that evidence began to indicate that worldwide economic activity was slowing rapidly.

The U.S. slowdown has its roots in several factors. These include the earlier tightening of monetary policy, the sharp rise in world energy prices, and the adjustments resulting from excess production and additions to capacity in the information and telecommunications sectors. This last factor—a classic investment cycle—has been a much stronger force than was initially recognized.

The economic consequences of the 11 September attacks are very difficult to assess.

The economic consequences of the horrific events of 11 September are very difficult to assess. There has been a clear and immediate impact, particularly in North America, on transportation, finance, and tourism. But the size and duration of the effects are hard to gauge accurately. Even more problematic are the implications for consumer and business attitudes. While history offers some benchmarks, these events are unparalleled in North America. Only with additional time and data will the consequences of these events become more fully understood.

In this Report, *we provide the Bank's first assessment of the potential consequences of the terrorist attacks for the North American economy through 2002.*

In this *Report*, we analyze the factors behind the global economic slowdown that was evident prior to 11 September (taking into account the implications of significant revisions to U.S. GDP and productivity data). We also provide the Bank's first assessment of the potential consequences of the terrorist attacks for the North American economy through 2002. While preliminary and subject to a wide band of uncertainty, this analysis will guide our reasoning and our judgment, as more data become available, about the implications for the Canadian economy, inflation, and monetary policy.

This report includes information received up to the fixed announcement date on 23 October 2001.

2. Recent Developments in Inflation

Since last February, core CPI inflation has risen to slightly above the midpoint of the Bank's 1 to 3 per cent inflation-control target range. At the same time, the rate of increase in the total CPI has come down towards core inflation, primarily reflecting reductions in gasoline prices.

Inflation and the target range

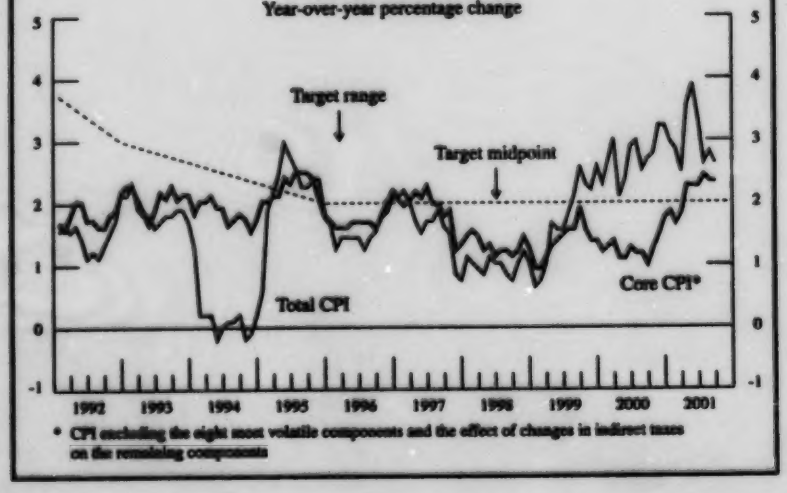
Core inflation has risen to slightly above the midpoint of the target range . . .

Core inflation rose above 2 per cent in April and hovered around 2.3 per cent through the spring and summer, somewhat higher than projected in the May *Report* (Chart 1).[1] Other statistical measures of the trend rate of inflation were either the same or slightly lower than the core rate, suggesting that the underlying trend of inflation is unlikely to be above the core rate (Chart 2).

Chart 1

Consumer Price Index

Year-over-year percentage change



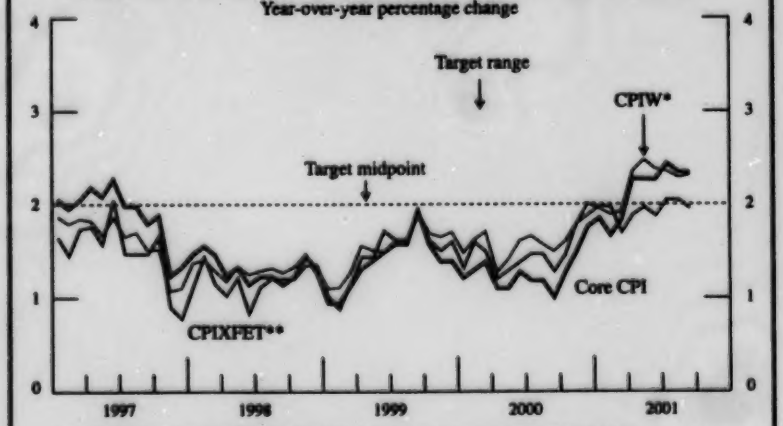
* CPI excluding the eight most volatile components and the effect of changes in indirect taxes on the remaining components

1. The core measure of CPI inflation that the Bank has been using since May 2001 excludes the eight most volatile components of the CPI and adjusts the remaining components to remove the effect of changes in indirect taxes. The eight most volatile components are fruit, vegetables, gasoline, fuel oil, natural gas, intercity transportation, tobacco, and mortgage-interest costs. Reasons for the Bank's adoption of this measure of core inflation are provided in Bank of Canada (2001) and Macklem (2001).

Chart 2

Core CPI and Statistical Measures of the Trend Inflation Rate

Year-over-year percentage change



* CPIW adjusts each CPI basket weight by a factor that is inversely proportional to the component's variability.

** CPIXFET excludes food, energy, and the effect of changes in indirect taxes.

The rise in core inflation above 2 per cent is consistent with the lagged effects of an economy that was still operating just above capacity earlier this year. The increase in the core rate was also magnified by the fact that the level of core inflation had been held down temporarily early this year as a result of increased price discounting by motor vehicle manufacturers and dealers and by a special provincial credit program for electricity customers in British Columbia.

. . . while the rate of increase in the total CPI has been falling sharply.

The 12-month rate of increase in the total CPI peaked at 3.9 per cent in May, boosted by a jump in natural gas prices (resulting from earlier tight supplies and the end of an Alberta government assistance program) and by a temporary surge in gasoline prices. Since then, the 12-month rate of increase in the total CPI has fallen sharply, moving down towards core inflation. In September, the 12-month rise in the CPI was 2.6 per cent. This marked decline in total CPI inflation towards the core rate reflects the partial reversal of previous energy-price increases. The prices of both fuel oil and gasoline fell over this period, primarily as a result of reductions in crude oil prices. As well, a buildup in natural gas inventories since early 2001 led to a large reduction in prices at the producer level, which contributed to an easing in the year-over-year rate of increase in natural gas prices at the consumer level since mid-year.

While recent declines in the prices of energy commodities are starting to contribute to a more moderate rate of increase in consumer energy prices, and therefore in the total CPI, the estimated

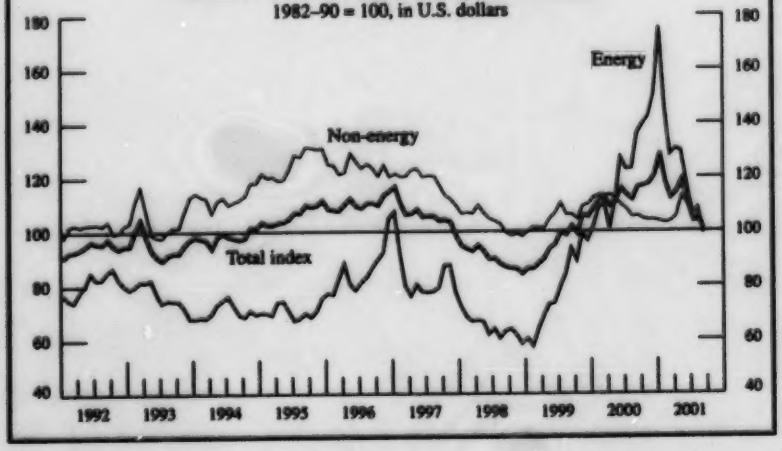
pass-through of higher energy costs to the non-energy components of the total CPI is continuing—about 0.1 per cent over the past year. To date, this effect has been most evident in airfares, local transportation costs, and the prices of fruits and vegetables. Both core and total CPI inflation also appear to have been affected to some degree by the pass-through of increased costs for imported goods and services over the past year, partly resulting from the depreciation of the Canadian dollar during that period.

The prices of non-energy commodities have, on balance, decreased considerably since mid-April (Chart 3). In particular, slowing world economic growth has led to a further reduction in the prices of metals, pulp, newsprint, and livestock. In the case of lumber, the imposition of a countervailing duty on exports of softwood lumber to the United States resulted in a surge in prices paid by U.S. consumers, which has largely been reversed. For exporters of lumber, the price, net of duty, has decreased.

Chart 3

Bank of Canada Commodity Price Index

1982–90 = 100, in U.S. dollars



Factors at work on inflation

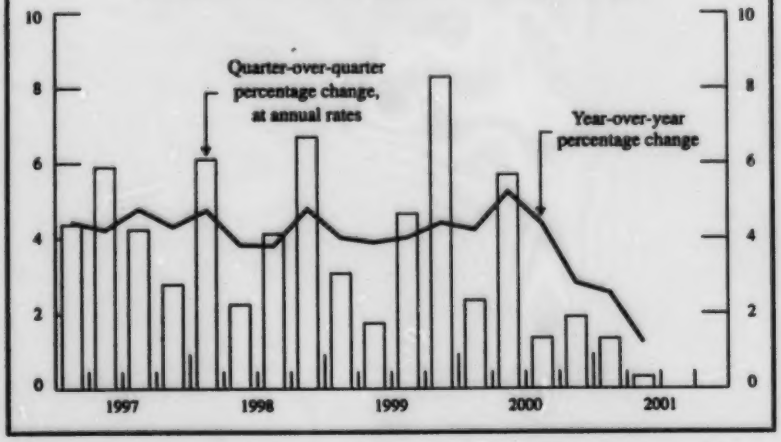
Aggregate demand

Growth of real GDP has eased considerably since the third quarter of 2000 . . .

The slowing in Canada's economic expansion since the third quarter of 2000, to a rate well below the economy's growth potential, largely reflects the marked easing in growth of demand in the U.S. economy. Economic activity in the United States slowed abruptly after mid-2000, with the four-quarter growth of real GDP falling from 5.2 per cent in the second quarter of 2000 to 1.2 per cent in the second quarter of 2001 (Chart 4). In Canada, four-quarter growth in real GDP decreased from 4.8 per cent in the second quarter of 2000 to 2.1 per cent in the second quarter of 2001 (Chart 5).[2] Although economic growth in Canada was somewhat stronger than that in the United States over this period, the reduction in U.S. growth had a substantial adverse effect on the pace of Canada's expansion, given the close trade linkages between the two countries.

Chart 4

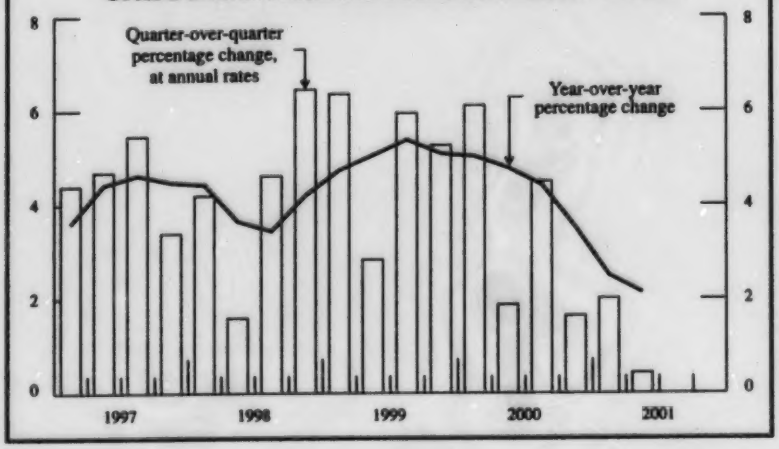
Real Gross Domestic Product for the United States



2. The real GDP measure published by Statistics Canada is now based on estimates using the chain Fisher volume formula and also includes a change in the treatment of software spending by businesses and governments (see Technical Box 3 in the May *Report*). For details, see Statistics Canada's Web site (www.statcan.ca) and the Bank of Canada's Web site (www.bankofcanada.ca). These changes bring Canada's measure of GDP in line with that of the United States. With these and other historical revisions, Statistics Canada estimates that real GDP in 2000 grew by 4.4 per cent on an annual average basis (instead of the previous estimate of 4.7 per cent, which valued output at 1992 prices).

Chart 5

Gross Domestic Product in Constant Dollars for Canada



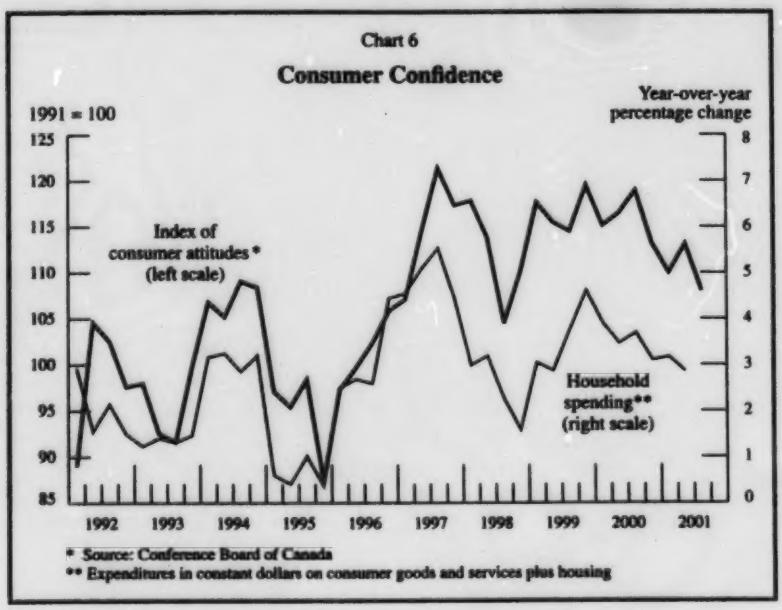
. . . mainly as a result of a retrenchment in U.S. capital spending.

The slowdown in the pace of U.S. economic activity has continued well into the second half of 2001, with few concrete signs of a rebound. The retrenchment in business investment, especially spending on high-technology equipment, has been particularly pronounced and more protracted than had been anticipated. September's terrorist attacks and their aftermath have had a further significant negative impact on the U.S. economy.

Production of telecommunications products and other electronic equipment has fallen considerably.

Economic growth in Canada in the third quarter of 2001 was also weaker than anticipated. The unexpectedly sharp downturn in U.S. capital expenditures and a significant easing in economic growth outside North America have been key negative factors for the Canadian economy. As a result, Canadian shipments and manufacture of telecommunications products, computers, and other electronic equipment have declined considerably from the very high levels reached at the end of last year. Moreover, despite production cutbacks, inventory levels in these particular manufacturing industries remained much higher than normal at mid-year, and as a result, further reductions are likely over the remainder of the year. Canadian exports and production of automotive products, pulp and paper, and chemical products have also been adversely affected by the U.S. economic slowdown. Inventory imbalances in these last two industries will contribute to additional downward pressure on output over the near term.

At the same time, growth in final domestic demand in Canada has weakened over the past year. The growth of household spending has been on a softening trend, reflecting the slowing in real income growth, recent job losses, and an associated decline in consumer confidence (Chart 6). In addition, capital spending by Canadian firms



has been edging down since the fourth quarter of 2000 in response to increasing excess production capacity, particularly in the telecommunications area.

The negative effects of the terrorist attacks have exacerbated the weakening trends in the Canadian economy.

The negative effects of the terrorist attacks have exacerbated these weakening trends in the Canadian economy. Our best estimate is that the disruption of activity in various sectors in Canada, particularly finance and transportation, reduced the growth rate of Canadian real GDP in the third quarter of 2001 by about 1 percentage point (Technical Box 1). Combined with an already weak picture, this suggests that growth in the third quarter was probably slightly negative and will likely be near zero in the fourth quarter.

Estimated pressures on capacity

Several indicators suggest that the economy moved into a position of excess supply in the third quarter of 2001.

Several measures indicate that pressures on production capacity eased significantly during the first three quarters of 2001. The Bank's most recent estimates of its conventional measure of potential output and the output gap suggest that the Canadian economy began to operate below its production capacity in the third quarter of 2001 (Chart 7). The unemployment rate has risen somewhat since mid-2000, and the marked reduction in the help-wanted index over this period, together with the reduction in employment since May 2001, points to weaker labour demand as the source of the increase in unemployment. The Bank's most recent survey of firms also suggests that capacity pressures and labour shortages

Technical Box 1

The Near-Term Economic Effects of the Terrorist Attacks

The terrorist attacks on the United States resulted in a horrific loss of human life, as well as enormous physical destruction to the heart of the country's financial centre. While the grim extent of these losses is evident, the economic effects remain uncertain and will undoubtedly extend far beyond the U.S. border. Given our proximity to the United States and the highly integrated nature of our economies, Canada is particularly affected.

On the day of the attacks and in the days immediately following, many activities either ceased or were severely disrupted. Trading was halted on stock exchanges; air travel was suspended; trucking activity was curtailed; and a wide variety of events were cancelled. More intense border inspections resulted in temporary shutdowns of some automobile production plants as "just-in-time" inventories of parts were delayed. While these effects were more pronounced in the United States than in Canada, they were evident on both sides of the border.

Beyond these very immediate effects, the attacks can be expected to influence household and business spending in North America. The air transportation and financial industries have already experienced significant adverse consequences, with substantial repercussions occurring in related sectors such as tourism and aircraft manufacturing. It is more difficult to assess the effects on consumer and business confidence. Initial evidence points to a substantial drop in consumer confidence in the United States but a more muted response in Canada. Nevertheless, business confidence has fallen sharply in Canada. Reduced economic activity in the United States also implies less demand for our exports. The impact of these various negative effects on economic activity in North America will be offset to some degree by higher spending on security by both governments and businesses, some substitution in expenditures by households and firms away from such items as air travel and into other goods and services, and eventually by the rebuilding of infrastructure in the United States.

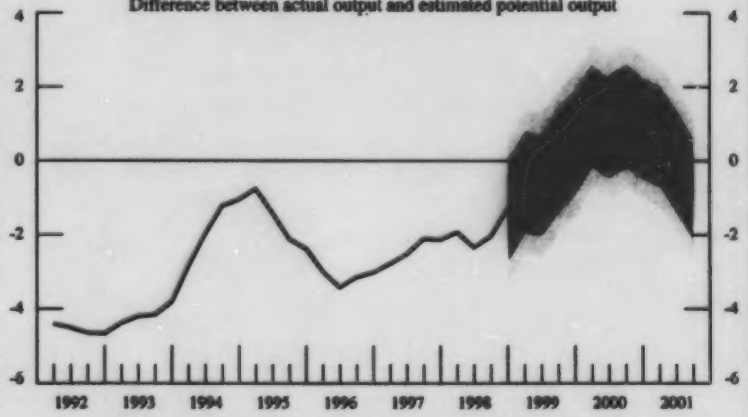
Considering the factors outlined above, our best estimate is that this shock has reduced third-quarter growth (at an annual rate) in output by 1.5 to 2.0 percentage points in the United States, and by about 1 percentage point in Canada. This estimate of the shock implies a decline in U.S. real GDP of 1.0 to 2.0 per cent in the third quarter. In Canada, third-quarter growth is expected to be in a range of zero to -1.0 per cent at annual rates.

In the third quarter, the economic effects of the terrorist attacks will stem mainly from the associated production disruptions in North America. In the fourth quarter, some of these disruptions should unwind, but the adverse effects of declining confidence on household spending and business investment are expected to be more pronounced. As some sectors continue to suffer considerably from the attacks—particularly air travel, tourism, and related industries—workers are being laid off, reducing incomes and increasing economic uncertainty. While the fourth-quarter impact of the attacks on growth is more difficult to assess, it seems likely to be at least as large as the direct effects in the third quarter, suggesting that growth in GDP in the fourth quarter will be near zero.

Chart 7

Estimated Output Gap*

Difference between actual output and estimated potential output



* The shading around the values of the estimated output gap shows (from darkest to lightest) confidence intervals of 25 per cent, 50 per cent, 75 per cent, and 95 per cent.
Note: The estimate for the third quarter of 2001 is based on a projected decline in output of 0.50 per cent (at annual rates) for the quarter.

have diminished appreciably since the beginning of the year. This easing in pressures on product and labour markets has been broadly based across the country.

Historical Revisions to Real GDP and the Output Gap

In the May *Report*, it was estimated that the output gap was close to zero in the first quarter of 2001. On 31 May, Statistics Canada replaced the old measure of real GDP, which valued output at 1992 prices, with estimates based on the chain Fisher volume index formula, and began to treat all software purchases by businesses as capital investments (rather than current expenses). As expected, these changes by themselves had little effect on the overall profile of the Bank's estimated output gap. At the same time, Statistics Canada revised up its estimates of average annual growth in real GDP (based on the chain Fisher volume formula) for the 1998–2000 period by nearly 1 percentage point, chiefly as a result of the incorporation of new benchmark data. About three-quarters of this upward revision to real GDP (and labour productivity) was treated as permanent, therefore raising the estimates of potential output. The remaining part of the revision feeds into excess demand, so the estimated level of excess demand in 2000 and the first quarter of 2001 was revised upwards.

Despite this evidence, a number of other indicators suggest that conditions remained tight in certain product and labour markets in the first three quarters of this year. Skilled workers, particularly in the energy and health-care sectors, remained in short supply. Vacancy rates for industrial property were again very low in the third quarter of 2001, and office vacancy rates, while rising, were below average. New, unoccupied housing units were also in very short supply.

Overall, the slowing in economic activity since the last quarter of 2000 has substantially reduced demand pressures. On balance, the available evidence suggests that the economy was in excess supply in the third quarter.

Cost control

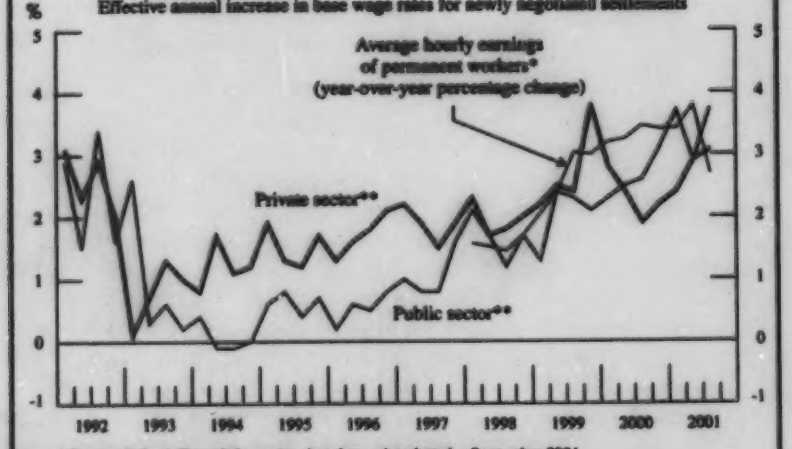
Gains in average hourly earnings have fallen back to about 2.75 per cent.

Based on the average hourly earnings of permanent workers, the underlying rate of increase in average labour compensation appears to have moved down to about 2.75 per cent in the third quarter of 2001, from about 3.5 per cent in the second half of 2000 (Chart 8).

Chart 8

Wage Settlements and Average Hourly Earnings

Effective annual increase in base wage rates for newly negotiated settlements



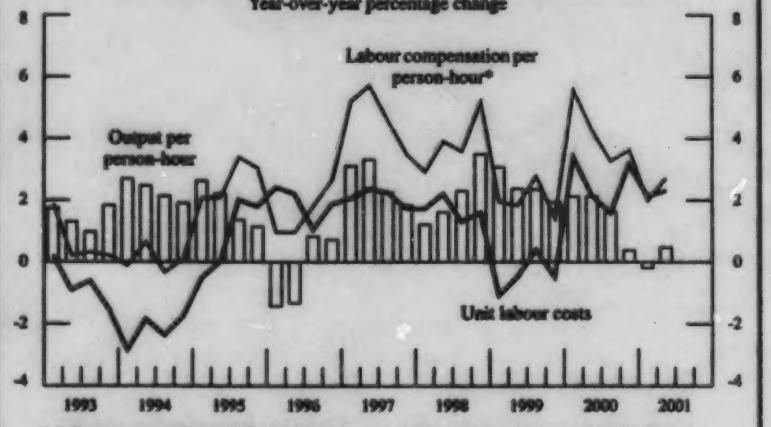
* Source: *Labour Force Information*, last data point plotted = September 2001

** Source: Human Resources Development Canada, last data point plotted = August 2001

Chart 9

Unit Labour Costs and Labour Productivity: Business Sector

Year-over-year percentage change



* Labour compensation includes the labour income of paid workers, plus imputed labour income for self-employed workers.

Source: Statistics Canada *Daily*

The year-over-year rise in labour compensation in the business sector eased between the second quarter of 2000 and the second quarter of 2001. Meanwhile, growth in labour productivity remained modest in the first half of 2001 because of the slowdown in economic growth. With these rates of increase of compensation and productivity, the year-over-year increase in unit labour costs in the business sector was 2.3 per cent in the second quarter of 2001 (Chart 9).

With only modest growth in productivity, the rise in unit labour costs was just over 2 per cent at mid-year.

3. Financial Developments

Policy actions

Changes in the target for the overnight rate announced since the May *Report*:

29 May—down 25 basis points to 4.5 per cent

17 July—down 25 basis points

28 August—down 25 basis points

17 September—down 50 basis points

23 October—down 75 basis points to 2.75 per cent

The Bank of Canada has lowered its target for the overnight rate by 300 basis points since the beginning of the year (Chart 10). This includes five cuts totalling 200 basis points since the May *Report* (on 29 May, 17 July, 28 August, 17 September, and 23 October). The first two cuts, of 25 basis points each, were made in the context of a gradual slowing in economic growth in Canada that resulted from declining U.S. growth. With the subsequent recognition that the slowdown in both external and domestic aggregate demand was likely to be deeper and more protracted than earlier anticipated, especially following the terrorist attacks of 11 September, the pace of interest rate reductions picked up. The last three interest rate reductions—of 25, 50, and 75 basis points, respectively—brought the target for the overnight rate down to 2.75 per cent. The objective of these actions was to buttress demand and to bolster business and household confidence, as economic prospects weakened and the outlook for the future rate of inflation eased.

All of the interest rate changes, except that of 17 September, were made on the pre-announced dates. The 17 September action, between scheduled dates, was an extraordinary measure taken in the wake of the terrorist attacks in the United States. It, like similar actions in other countries, was aimed at underpinning consumer and business confidence in the aftermath of the attacks. The Bank of Canada also provided additional liquidity to the banking system immediately after the 11 September attacks to ensure the orderly functioning of financial markets (Technical Box 2).

In the United States, the Federal Reserve has lowered its target for the federal funds rate by 400 basis points in total since the beginning of the year, 250 basis points of which have been the result of actions taken since the completion of the May *Report*. The latter included two recent 50-basis-point cuts, one announced on 17 September, subsequent to the terrorist attacks, and one on 2 October in recognition of the continued weak trends in the U.S. economy. With these moves, the federal funds target has been lowered to 2.5 per cent.

Technical Box 2

Actions Taken in Canada to Deal with Possible Disruptions to the Financial System

Following the attacks on the United States on 11 September, central banks worldwide moved quickly to support the financial system. This primarily involved helping clearing and settlement systems to remain operational by providing participants in the financial system with ready access to adequate liquidity for their short-term financing needs. In the aftermath of the attacks, major Canadian clearing and settlement systems functioned well, with transactions in the Large Value Transfer System (LVTS) and the Debt Clearing Service of the Canadian Depository for Securities clearing and settling within normal time frames.

Right after the attacks, Canadian financial institutions became concerned that the ability of some entities to complete payments might be impaired. Fearing a shortfall of incoming cash payments, participants in clearing and settlement systems became reluctant to send payments over these systems. More generally, participants increased their demand for settlement balance holdings. As a result, payment flows in the LVTS slowed soon after the attacks, and there were concerns about gridlock in payments processing in the LVTS.

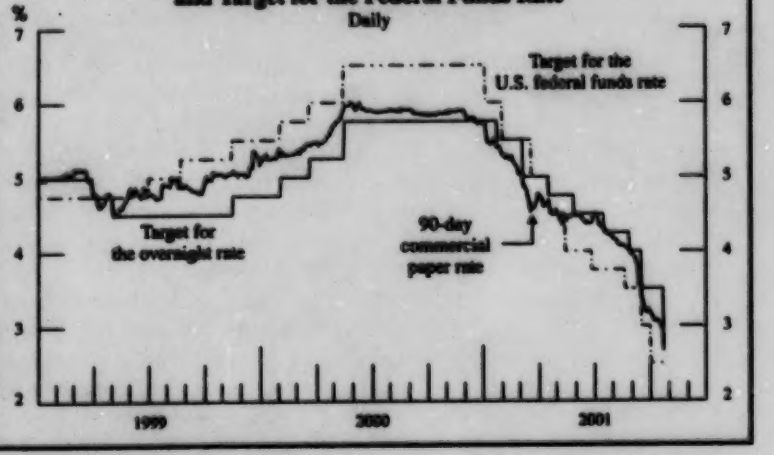
The Bank of Canada responded promptly on 11 September, indicating that it would add liquidity to the system by bringing the level of excess settlement balances in the LVTS up to $1 billion from the typical $50 million. This reassured financial institutions that even if they did not receive their expected payment inflows, they would still have access to needed funds. As part of this action, the Bank also offered to carry out Special Purchase and Resale Agreements with primary dealers at the overnight rate. The additional $950 million in liquidity was provided through 17 September and, subsequently, was gradually reduced, so that by 4 October, excess settlement balances in the LVTS were back down to $50 million. It is important to note that these liquidity injections were in response to a temporary increase in the demand for settlement-balance holdings, and that by accommodating this temporary shift, the Bank avoided an inappropriate increase in the overnight rate of interest.

As well, in the days after the attacks, direct participants in the Automated Clearing Settlement System (ACSS), which clears and settles mainly paper-based (cheque) transactions, were given an additional daily opportunity to trade and so reduce their payment imbalances. This provision, which ended on 18 September, allowed participants to reduce any unusual need for liquidity and collateral in order to settle ACSS transactions.

With the impact of the attack on Lower Manhattan, there were temporary disruptions in payments and securities settlements in U.S. markets. For example, one major custodial bank (a bank that clears and settles securities-related transactions on behalf of other banks) experienced processing problems. This raised concerns that some banks, including Canadian institutions, might not be able to access their securities to pledge against needed loans. More generally, there was concern that banks might have difficulty raising funds in the market to finance U.S.-dollar loans. In response, the Bank arranged for a temporary (30-day) increase in its swap facility with the U.S. Federal Reserve to US$10 billion (from US$2 billion) to increase its capacity to provide short-term U.S.-dollar liquidity to Canadian banks. This temporary facility expired on 14 October. It did not prove necessary to draw upon it.

Chart 10

90-Day Commercial Paper Rate, Target for the Overnight Rate, and Target for the Federal Funds Rate



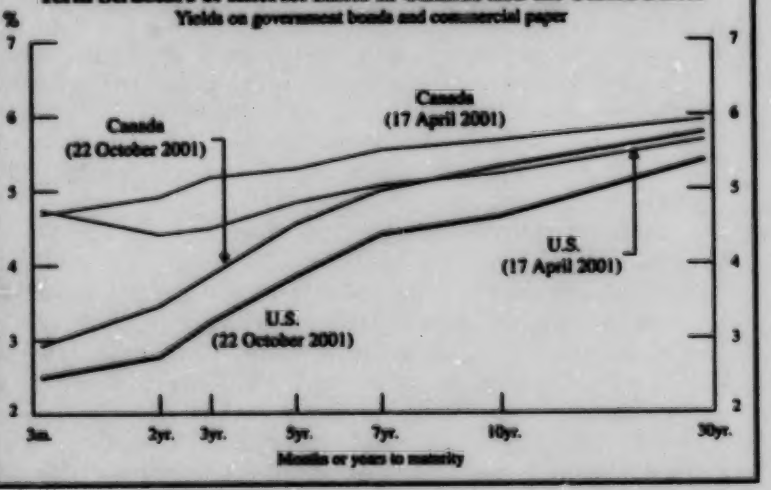
The yield curve in Canada has steepened and shifted downward since midsummer.

The more pessimistic economic outlook since midsummer has contributed to a downward shift and steepening in the yield curve in Canada and in the United States (Chart 11). The view that the North American economic recovery was delayed generated expectations of more policy easing, which are embodied in short-term interest rates. It may also have reduced the inflation component incorporated in long-term rates, since long-term bond yields have fallen in both Canada and the United States.

Chart 11

Term Structure of Interest Rates in Canada and the United States

Yields on government bonds and commercial paper



The positive interest rate differential between yields on Canadian and U.S. government bonds decreased through the summer months amid growing signs that the economic slowdown would affect Canada more than the market had previously expected. Since 11 September, however, the differential has widened again, as investor preference for U.S. government securities in times of global uncertainty has led to lower yields on longer-term U.S. Treasury bonds compared with the yields on the longer-term bonds of other countries.

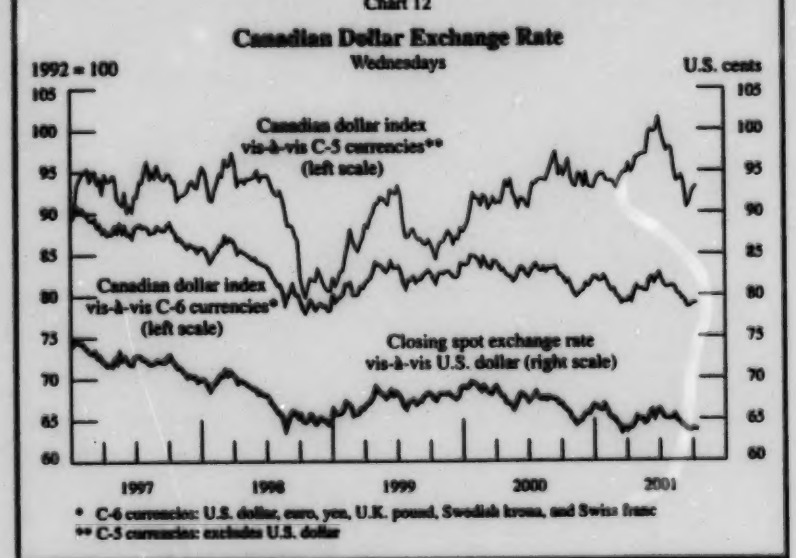
Exchange rate

Since the May *Report*, the Canadian dollar has fluctuated between US$0.6324 and US$0.6636 (Chart 12). In the spring and early summer, support for the Canadian dollar came in part from market expectations that the economic slowdown would be relatively less pronounced in Canada than in the United States. More recently, the weaker state of the world economy and the resulting reduction in commodity prices, the deceleration in Canadian economic activity, and the global economic uncertainty caused by the terrorist attacks have contributed to weakness in the Canadian dollar.

In response to the events of 11 September, the U.S. dollar initially weakened against major world currencies, continuing the depreciating trend that had begun in June. However, as markets

Chart 12

Canadian Dollar Exchange Rate



* C-6 currencies: U.S. dollar, euro, yen, U.K. pound, Swedish krona, and Swiss franc
** C-5 currencies: excludes U.S. dollar

re-evaluated the relative cyclical positions of the world's major economies, the U.S. dollar subsequently recovered beyond its pre-attack level.

Monetary conditions

Monetary conditions have eased considerably.

Monetary conditions have eased considerably since the May *Report*—the combined result of interest rate declines and depreciation of the exchange rate. The index reached -9.91 on 22 October, down from -8.0 in the last *Report* (Chart 13).

Chart 13

Monetary Conditions Index

Wednesdays, January 1987 = 0

Other financial developments

Since the May *Report*, credit conditions have tightened for businesses because of the deterioration in the economic outlook and the increase in uncertainty, particularly after the 11 September attacks. In the bond market, this tightening has been reflected in the increase in spreads between the interest rates on corporate debt and those on government debt. Moreover, whereas earlier in the year, only a few sectors, such as telecommunications and automotive manufacturing, had been affected, more industries are now feeling the effects of the tighter credit conditions.

In spite of tighter credit conditions, the growth of business credit has picked up since the May Report.

In spite of this tightening, the growth of business credit has picked up since the May *Report* because of the increased demand for funds. This increase is related to the desire of firms to hold additional liquidity in the context of heightened economic uncertainty. Household credit continues to show solid growth.

Between late May and early September, the Toronto Stock Exchange (TSE) experienced a sizable decline, falling by over 12 per cent (Chart 14). This slide mirrored the downturn of the Dow Jones Industrial Average (DJIA), which fell about 15 per cent over the same period. These drops reflected the deterioration of the profit outlook as the global economic slowdown became more evident. Both of these stock markets fell more than 10 per cent in the 10 days following 11 September but subsequently recovered by a substantial amount.

Chart 14

TSE 300 and Dow Jones Industrial Averages

Daily

4. The Outlook for Inflation

Uncertainty in the current environment

Current economic projections are subject to an unusually high degree of uncertainty.

Beyond their immediate tragic consequences, the terrorist attacks in the United States have introduced a great deal of uncertainty into the world economy. Prior to the attacks, the slowdown in global economic growth had already become quite pronounced, as other industrialized and emerging-market economies increasingly began to show more clearly the effects of weaker growth in the United States and the global contraction in the telecommunications and information technology sectors. While the terrorist actions have accentuated the slowing in global activity in the very near term, it is very difficult to assess how long-lasting the negative effects will be.

This uncertainty is critical to the assessment of the economic outlook. The performance of the global economy will depend importantly on geopolitical developments and on the effects that the attacks have on confidence. Economic forecasts in this environment are subject to a much higher degree of uncertainty than usual. Rather than presenting a conventional forecast in these circumstances, we will present the Bank's working assumptions and the economic scenario that they generate. These assumptions will be updated as new information becomes available.

The Bank's two working assumptions are
- *no further major escalation of terrorism*
- *consumer and business confidence recover to normal levels in the second half of 2002.*

The Bank's first working assumption is that there will be no further major escalation of terrorism. Against this background, consumer and business confidence can reasonably be expected to recover, although the timing and pace of this recovery are highly uncertain. The Bank's second working assumption is that the lingering sense of insecurity will continue to weigh on consumer and business confidence in North America through the first half of next year, but that confidence will then stabilize and recover to normal levels in the second half of 2002.

International background

In the United States, economic growth had come to a standstill during the first half of 2001. Although some slowing to a more sustainable pace had been desirable, the slowdown was deeper and more prolonged than initially expected. To an important extent, this deceleration reflected the sharp turnaround in the growth of investment spending (which had been a key element in the U.S. expansion). Investment in the technology sector was hit particularly hard. Industrial production also fell as firms strove to

bring stock levels into line with demand. At the same time, consumer spending and housing expenditures continued to advance, albeit at a slower pace.

The terrorist attacks in the United States have exacerbated an already weak outlook for 2001.

Deteriorating conditions in the U.S. labour market during the summer, together with other indicators, suggested that the pickup in growth in the second half of the year would be more gradual than earlier expected. Against an already weak outlook for the second half of 2001, the near-term disruptions created by the terrorist attacks have led the Bank to expect U.S. economic growth to be negative in both the third and fourth quarters. With growth in the first half of 2001 averaging only 1.2 per cent, this implies growth on an annual average basis for 2001 of only about 1 per cent (about 0 per cent for the four quarters to 2001Q4)—close to the consensus forecast.

As uncertainty dissipates next year, the significant amount of monetary and fiscal stimulus should support a relatively strong rebound in activity.

When we look ahead to 2002, there are several factors, including significant declines in interest rates, that should help to underpin growth. The U.S. Federal Reserve moved quickly to reduce official interest rates in the aftermath of the terrorist attacks. In addition, the stimulative fiscal measures introduced earlier this year, as well as increased government expenditures and proposed tax reductions following the attacks, will boost personal incomes and demand in the United States. And, prior to 11 September, the inventory correction had progressed considerably and was nearing completion in some areas, such as the automotive sector. With the assumption that confidence recovers to normal levels in the second half of 2002, the significant amount of monetary and fiscal stimulus that has been provided over the past year is expected to support a relatively strong rebound in economic activity. Hence, following weak growth in the first half of 2002, growth in the second half is projected to move up above the growth rate of potential output (of about 3 per cent, Technical Box 3). On an annual average basis, this scenario implies a growth rate in 2002 of just about 1 per cent, which is also close to the consensus forecast. This weak annual growth rate is heavily influenced by the expected contraction in economic activity in the second half of 2001. Indeed, on a fourth-quarter-over-fourth-quarter basis, growth in 2002 would be much stronger, at 2.7 per cent.[3]

3. Given the high degree of uncertainty and its unique nature, we have departed from our usual practice of presenting a likely range of outcomes. Instead, the economic scenario is presented as a point outcome. One can think of this forecast outcome as the midpoint of a range of 1 percentage point if the working assumptions hold true. But the full range of uncertainty is wider, since it must encompass uncertainty about the working assumptions themselves.

Technical Box 3

The Outlook for Business Investment and Potential Output in the United States

Investment expenditures played a key role in the recent evolution of the U.S. economy. Most analysts expected the current U.S. slowdown to be fairly short-lived, with economic activity recovering quickly as inventory imbalances were corrected, aided by lower interest rates and the decline in energy prices. By August, however, it was clear that the U.S. slowdown was more acute than expected and that the weakness in investment had been significantly underestimated. It appears that expectations regarding returns on investment, especially in the area of information and communication technologies (ICTs), had escalated beyond sustainable levels. The reversal in this situation and the related decline in equity prices contributed to a sharp retrenchment in investment spending. This classic investment cycle has been a much stronger force than was initially recognized.

The earlier rapid pace of growth in investment spending had important implications for the growth of productivity and potential output in the United States. There is growing evidence that the investment boom during the second half of the 1990s, which centred on new technologies, led to an increase in productivity growth and to a resulting rise in the rate of growth in potential output. This has important implications for policy-makers, who must consider potential output and the uncertainty that surrounds it when determining the appropriate stance of policy.

Assessing the future trend rate of growth in productivity and potential output is, however, very difficult, not only because of the sharp cycle in investment, but also because of recent revisions to the U.S. National Accounts. These revisions lowered estimates of the pace of investment spending and the growth rate of productivity in recent years. Nevertheless, growth in U.S. labour productivity over the second half of the 1990s was close to 2.5 per cent, substantially higher than the average growth over the two previous decades (of close to 1.5 per cent).

More recently, measured growth in labour productivity has fallen to around 1.5 per cent on a year-over-year basis (to the second quarter). This mainly reflects the cyclical slowdown in economic activity. Long-term prospects for an elevated rate of increase in productivity and in economic activity remain favourable, because the strong underlying rate of progress in ICTs should support solid increases in investment spending over time. Based on the available information, the Bank believes that a trend annual increase in productivity of about 2 per cent is likely over the medium term. This is lower than in recent years but above average growth over the 1973–95 period. Potential output is expected to increase by close to an average annual rate of 3 per cent in coming years.

The physical destruction and the disruption created by the attacks on 11 September undoubtedly had a short-term negative impact on productivity and potential output. This adverse effect may be more persistent if the current higher levels of uncertainty lead to a slower recovery in investment, but the impact on longer-term growth trends is likely to be very small.

Growth in the major European economies is expected to slow . . .

Weaker growth in the United States relative to earlier expectations, together with heightened levels of uncertainty in global markets, will also adversely affect other industrialized economies. In that context, all major central banks have lowered interest rates to support demand. In Europe, the spillover effects from the U.S. slowdown in investment spending, along with the effects of weaker domestic demand, were already being increasingly felt prior to the attacks in September. The technology sectors were experiencing a particularly severe adjustment. In Japan, economic problems have continued unabated since the May *Report*, largely because efforts to revive the economy are constrained by underlying structural difficulties, including ongoing problems in the financial sector. In view of recent developments, growth in the major European economies in 2001 is expected to slow to around 1.5 per cent on an average annual basis, while economic activity in Japan is expected to decline by about 0.5 per cent. Growth prospects have also deteriorated further in the economies of emerging-market countries, although contagion from the financial difficulties in Argentina and Turkey has remained relatively limited.

. . . and economic activity in Japan is likely to decline.

In line with the global economic slowdown, the U.S.-dollar price of non-energy commodities is projected to decline somewhat further over the next few months. Thereafter, non-energy commodity prices are expected to recover gradually.

Crude oil prices are likely to be volatile but, on balance, they are expected to remain below US$25 per barrel in coming months. Natural gas prices, having fallen considerably since early 2001, are likely to recover somewhat through the winter heating season. These assumptions for crude oil and natural gas prices are consistent with current expectations in futures markets.

Aggregate demand and supply in Canada

Canadian economic growth will likely be close to zero or slightly negative for the second half of 2001.

In Canada, economic growth in the second half of 2001 is expected to be close to zero or slightly negative. Canadian exports likely declined still further in the second half of 2001, primarily as a result of the expected reduction in U.S. aggregate economic activity. The growth of household expenditures in the second half of 2001 will no doubt be held back by recent and prospective job losses, the substantial reduction in equity prices, and the increased uncertainty resulting from the terrorist attacks. In the current highly uncertain world economic and political climate, Canadian businesses are also expected to remain cautious. Capital spending is likely to be substantially cut in those industries where a significant amount of excess capacity has emerged or where the medium-term outlook for demand has been revised down as a

result of the terrorist attacks. Further growth in energy investment over this period will also likely be tempered by the impact on cash flow of the recent sharp reduction in natural gas prices.

Since growth is expected to be close to zero or slightly negative in the second half of 2001, annual average growth for 2001 would be about 1.5 per cent. This is down from the range of 2 to 3 per cent projected in both the May 2001 *Report* and the August *Update*. The average private sector forecast is for growth in Canada's real GDP of 1.4 per cent for 2001 (Consensus Economics 2001). At the time of the May *Report*, the consensus outlook called for growth of 2.4 per cent in 2001.

Canada's economic performance in 2002 depends critically on the timing and strength of the U.S. recovery.

The performance of the Canadian economy in 2002 will depend critically on the global environment in general and on the timing and strength of the U.S. recovery in particular. The Bank's working assumption is that household and business confidence in the United States and Canada will recover to normal levels in the second half of next year in the absence of further major geopolitical shocks. In this scenario, a second-half U.S. recovery will increase demand for Canadian exports. As confidence rebuilds, the considerable amount of monetary stimulus in place, together with recently announced increases in government spending and previously announced tax cuts, is expected to support strong growth in domestic spending. Rebounds in domestic and foreign demand should support a recovery in business investment with a lag. The Bank's survey of businesses carried out in September suggested, however, that investment spending would likely edge down over the next year, reflecting the high level of uncertainty regarding the outlook for sales. In this scenario, growth is expected to remain relatively weak in the first half of 2002—about 2 per cent at an annual rate—before rising to about 4 per cent in the second half of 2002 (above the estimated growth rate of potential output of about 3 per cent). On an annual average basis, this implies growth for 2002 of about 1.5 per cent. This is comparable to the average private sector forecast of 1.7 per cent growth for 2002, down from 3.3 per cent at the time of the May *Report*.

The Bank's current working assumptions imply economic growth picking up to above that of potential in the second half of 2002.

Measures of inflation expectations

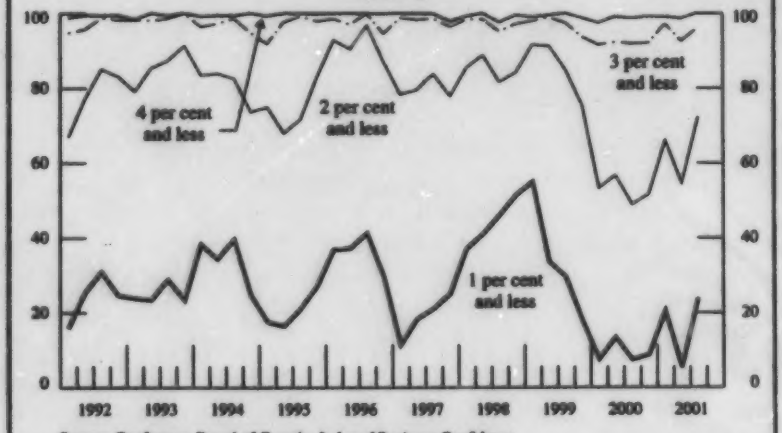
Longer-term inflation expectations remain very close to the midpoint of the inflation-control target range.

In the regular survey reported in the Conference Board of Canada's autumn *Index of Business Confidence*, 72 per cent of respondents expected prices, in general, to rise over the next 6 months at a rate of 2 per cent or less, and 96 per cent expected a rate of 3 per cent or less (Chart 15). The latest survey of firms conducted by the Bank's regional offices also confirms that inflation expectations are firmly anchored inside the Bank's inflation-control target range. The average private sector forecast for the rate of increase in the total CPI is 2.0 per cent in 2002 (slightly lower than last spring). As well, the differential between 30-year conventional and Real Return bonds is close to 2 per cent (Chart 16). Typical forecasts of longer-term inflation are 2.0 to 2.1 per cent, depending on the time horizon.

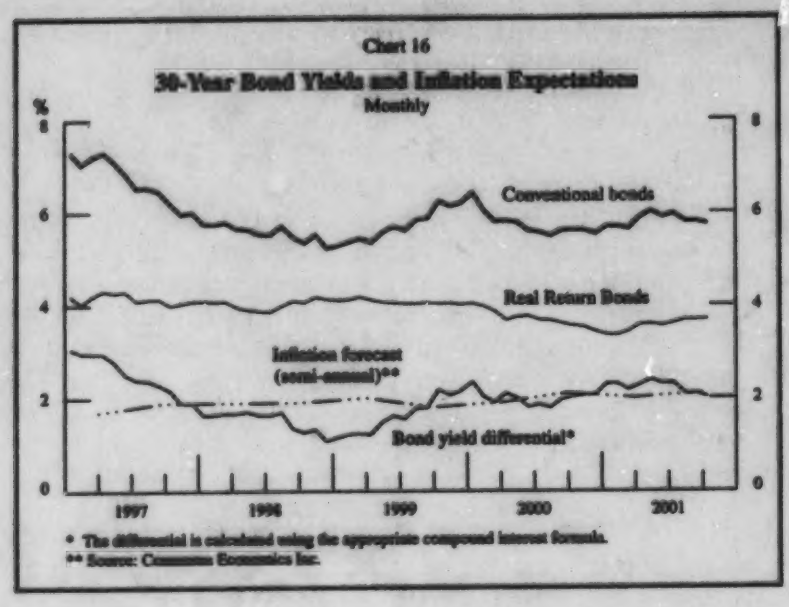
Chart 15

Percentage Distribution of Expected Price Increases Over the Next Six Months

Quarterly



Source: Conference Board of Canada, *Index of Business Confidence*



Other factors affecting inflation

The effect of past large increases in energy costs on the non-energy components of the CPI should remain small.

The pass-through of increased energy costs to the non-energy components of the CPI is likely to continue, although this effect is expected to be modest and to be spread over several years.

Assumptions about the prices of crude oil and natural gas will, however, continue to significantly affect the near-term outlook for consumer energy prices and therefore for the total CPI. If crude oil prices remain below their early-September price of US$27 per barrel for the remainder of this year, gasoline and fuel oil prices will likely remain below year-earlier levels. In addition, the 12-month rate of increase in natural gas prices at the consumer level is expected to ease further over the next 6 months.

The increase in costs arising from the depreciation of the Canadian dollar since the beginning of 2000 may continue to put some upward pressure on inflation over the next year and a half. Earlier episodes of large changes in the exchange rate during the 1990s, characterized by low exchange rate pass-through to the CPI in Canada and in many other industrial countries, suggest that these effects should be limited.

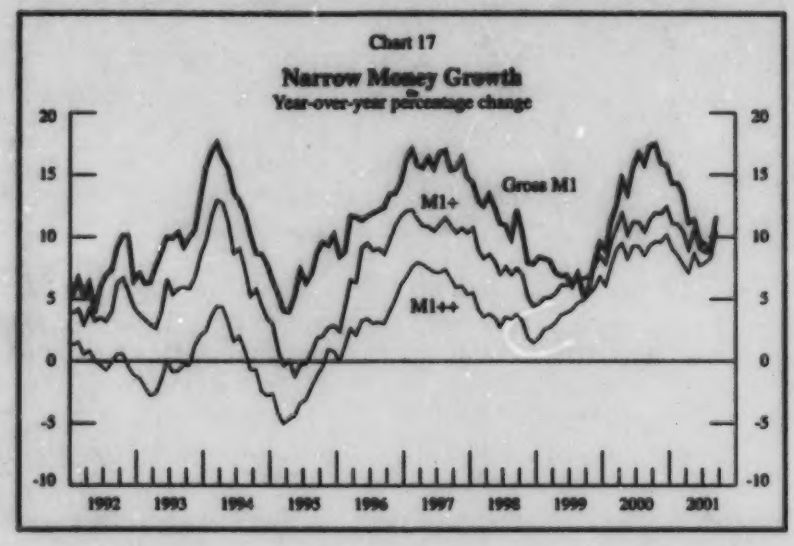
With the recent easing in labour market pressures, wage gains are expected to slow through 2002. Indeed, the Bank's latest survey of businesses shows that significantly fewer firms are expecting wage increases to rise than was the case at the end of 2000.

With stronger productivity gains anticipated after the start of the economic recovery, increases in overall unit labour costs should be moderate.

Projections from the monetary aggregates

The rates of growth of the three narrow money aggregates have slowed significantly from the beginning of the year, but remain relatively strong.

While remaining relatively high, the rates of growth of the three narrow money aggregates, M1, M1+, and M1++, have slowed significantly from the beginning of the year (Chart 17). Much of the decline, particularly in the case of gross M1, was due to the decreasing importance of special factors such as an earlier jump in the deposits of financial institutions held at banks, which had boosted the growth of the narrow aggregates relative to that of underlying transactions balances.



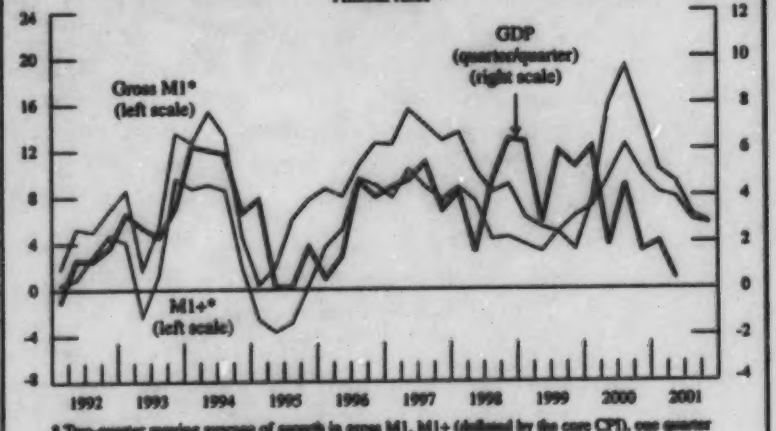
Part of the reason why growth in the narrow aggregates remained relatively strong over the period has been increased demand for money for precautionary purposes. In the face of heightened stock market uncertainty and concerns over future income, firms and individuals may be choosing to hold a higher level of liquid deposits for precautionary purposes. Tighter credit conditions in some sectors may also increase the desire for higher levels of liquidity. To the extent that these balances are used to purchase financial assets rather than goods and services once uncertainty is reduced, they are not an indication of immediate inflationary pressures.

In September, growth in narrow money increased sharply largely because of temporary factors associated with the terrorist attacks, which induced a large number of businesses and households to increase their liquidity and delay reinvestment of funds.

Chart 18

Real GDP Growth and Growth of Real Gross M1 and M1+

Annual rates



* Two-quarter moving average of growth in gross M1, M1+ (deflated by the core CPI), one quarter earlier

The Bank's model based on narrow money predicts that core inflation will fall to about 2 per cent over the next 6 months.

The forecast for real GDP growth in 2002, based on narrow money growth, is between 2 and 2.5 per cent (Chart 18). And the Bank's model based on narrow money predicts that core inflation will fall to near the midpoint of the inflation-control target range over the next 6 months.

Growth in M2++ has also slowed since the beginning of the year, in line with falling contributions to mutual funds. The growth rate of M2++ increased in September, due primarily to a sharp rise in narrow money and increased interest in money-market mutual funds. Historical data for M2++ have been revised, owing to the adoption of a more reliable data source for contributions to mutual funds.[4] The new data result in a more moderate rate of growth in 2001 and early 2002 than was previously estimated. M2++ is currently growing at a rate that is broadly consistent with inflation of around 2 per cent (Chart 19).

4. Mutual funds data are now provided by the Investment Funds Institute of Canada.

Inflation projection

Excess supply in the economy continues to build through to mid-2002.

The Canadian economy is judged to have moved into excess supply in the third quarter of 2001. In the scenario based on the Bank's working assumption, real output growth is not projected to exceed potential growth until the second half of 2002. Therefore, excess supply continues to build through to mid-2002, putting downward pressure on core inflation over this period. This influence is expected to be tempered by longer-term inflation expectations that remain close to 2 per cent and by current and projected increases in unit labour costs that are also in this range.

Both core and total inflation are expected to move below 2 per cent in 2002.

Under the working assumptions, the Bank would expect core inflation to move below 2 per cent in early 2002 and to fall to about 1 1/2 per cent in the second half of the year. The degree of economic slack is expected to start shrinking in the second half of 2002 and to disappear through 2003. Thus, by the end of 2003, core inflation should move back close to the 2 per cent midpoint of the target range.

By the end of 2003, both core and total inflation should move back close to the 2 per cent midpoint of the target range.

If world energy prices remain at or below their early-September levels, the rate of increase in the total CPI is projected to fall to close to 2 per cent by the end of this year and to move below the midpoint of the target range in 2002. Under this assumption for energy prices, total CPI inflation would be below core inflation in 2002. Total CPI inflation is also expected to move back up towards the 2 per cent midpoint in late 2003.

5. Conclusions

During this past summer, evidence had begun to accumulate that the economic slowdown in North America would be deeper and last longer than had previously been expected. In particular, the effects from the ongoing global retrenchment in the information and telecommunications sectors had become a much stronger force than was initially recognized.

The events of 11 September and their fallout around the world have added a further major element of weakness and uncertainty to the near-term prospects for the global economy and for Canada. How quickly levels of activity recover and economic growth resumes will depend crucially on geopolitical developments and on how soon consumer and business confidence in the United States and Canada return to normal.

One can construct a scenario where confidence is restored quickly and, given the amount of monetary and fiscal stimulus that has been provided, robust growth resumes early in 2002. On the other hand, consumer and business confidence in North America could stay weak for quite some time, in which case growth would remain sluggish through most of 2002.

In coming to its decision to further reduce the target for the overnight interest rate on 23 October, the Bank operated on the basis of the working assumptions presented in this *Report*. These assumptions are that there will be no further major escalation of terrorism and that confidence will recover to normal levels in the second half of 2002.

Based on this analysis, the Bank now expects downward pressure on inflation to persist through much of next year, with core inflation falling to about 1 1/2 per cent in the second half of 2002. The 75-basis-point cut in the Bank's key policy rate on 23 October, which, together with previous declines, has brought the target overnight rate down to 2.75 per cent, aims to support economic growth and keep inflation close to our 2 per cent target over the medium term.

While subject to an unusually wide band of uncertainty, the outlook presented in this *Report* will guide the Bank's judgment about the appropriate course for monetary policy as more information on the economy becomes available.

BIBLIOGRAPHY

Bank of Canada. 1991. "Targets for Reducing Inflation: Announcements and Background Material." *Bank of Canada Review* (March): 3–21.

_____. 1991. "Targets for Reducing Inflation: Further Operational and Measurement Considerations." *Bank of Canada Review* (September): 3–23.

_____. 2001. "Joint Statement of the Government of Canada and the Bank of Canada on the Renewal of the Inflation-Control Target." Press Release (17 May 2001) and Background Information. Reprinted in *Bank of Canada Review* (Summer): 57–67.

Canada. Statistics Canada. *Labour Force Information*. Statistics Canada Catalogue No. 71-001-PPB (monthly). Ottawa: Public Works and Government Services Canada.

Conference Board of Canada. 2001. *Index of Business Confidence* (Autumn).

_____. 2001. *Index of Consumer Attitudes* (Autumn).

Consensus Economics Inc. 2001. *Consensus Forecasts*.

Crawford, A. 2001. "Predictability of Average Inflation over Long Time Horizons." *Bank of Canada Review* (Autumn): 13–20.

Macklem, T. 2001. "A New Measure of Core Inflation." *Bank of Canada Review* (Autumn): 3–12.

In 2002, the Bank of Canada's *Monetary Policy Report* will be published in April and October. Regular *Updates* will be published in January and July. Copies of the full *Report*, the *Summary*, and the *Update* may be obtained by contacting: Publications Distribution, Communications Department, Bank of Canada, Ottawa, Ontario, Canada K1A 0G9.

Telephone: (613) 782-8248; e-mail: publications@bankofcanada.ca
Web site: http://www.bankofcanada.ca

BANQUE DU CANADA

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

– novembre 2001 –

Le dollar d'argent de 1985 illustré en couverture, qui est l'œuvre de Karel Roblicek, a été frappé pour marquer le centenaire des parcs nationaux du Canada. Les bases de notre réseau de parcs nationaux ont en effet été jetées en novembre 1885, lorsqu'il a été décidé qu'un territoire de 26 kilomètres carrés situé sur le versant nord du mont Sulphur serait du domaine public. C'est ainsi que le parc national Banff a vu le jour. La Division des parcs du Dominion, le premier organisme de gestion de parcs nationaux au monde, a été créée en 1911, et la Loi sur les parcs nationaux *a été promulguée en 1930. Les parcs nationaux et les réserves de parc national (terres destinées à devenir des parcs) sont actuellement au nombre de 39.*

Banque du Canada
234, rue Wellington
Ottawa (Ontario)
K1A 0G9

4521
CN ISSN 1201-8783

Imprimé au Canada sur papier recyclé

BANQUE DU CANADA

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

— novembre 2001 —

Le présent rapport émane du Conseil de direction de la Banque du Canada, composé de David Dodge, Malcolm Knight, Charles Freedman, Paul Jenkins, Sheryl Kennedy et Pierre Duguay.

Tous, à la Banque du Canada, nous éprouvons la même douleur profonde devant les pertes de vie énormes causées par les attentats terroristes du 11 septembre aux États-Unis. Parmi les victimes se trouvaient des citoyens innocents de nombreuses nationalités, y compris des Canadiens. À leurs familles, amis et collègues, nous offrons nos plus sincères condoléances. Les efforts que chacun de nous déploie pour faire face à cette tragédie et aux conséquences qu'elle a sur nos vies trouvent une grande inspiration dans la coopération, la solidarité et la détermination vibrantes dont nous avons été témoins aussi bien ici, au Canada, que sur la scène internationale. Durant cette période d'angoisse et d'incertitude, je peux vous assurer que la Banque du Canada continuera de veiller au bien-être économique des Canadiens et de favoriser la stabilité du système financier national et international.

David Dodge

Gouverneur, Banque du Canada
24 octobre 2001

TABLE DES MATIÈRES

1. Introduction 5

2. L'évolution récente de l'inflation 6

L'inflation et la fourchette cible 6
Les facteurs qui influent sur l'inflation 9

3. L'évolution financière 17

Les mesures de politique monétaire 17
Le taux de change 20
Les conditions monétaires 21
Les autres aspects de l'évolution financière 21

4. Les perspectives en matière d'inflation 23

L'incertitude qui caractérise le climat actuel 23
La conjoncture internationale 24
La demande et l'offre globales au Canada 27
La mesure des attentes relatives à l'inflation 28
Les autres facteurs qui influent sur l'inflation 30
Les projections basées sur l'évolution des agrégats monétaires 30
Les prévisions relatives à l'inflation 32

5. Conclusions 34

Bibliographie 35

Notes techniques

1. Effets économiques à court terme des attentats terroristes 12
2. Mesures prises au Canada pour faire face à de possibles perturbations du système financier 18
3. Perspectives en matière d'investissements privés et de production potentielle aux États-Unis 26

La stratégie de maîtrise de l'inflation au Canada

La maîtrise de l'inflation et l'économie

- La maîtrise de l'inflation n'est pas une fin en soi; c'est le moyen par lequel la politique monétaire contribue au dynamisme de l'économie.

- Un bas taux d'inflation favorise un fonctionnement plus efficace de l'économie, ce qui aide à améliorer la croissance de l'activité au fil du temps et à atténuer les variations cycliques de la production et de l'emploi.

L'outil de la politique monétaire

- Des annonces portant sur l'outil de la politique monétaire de la Banque, à savoir la fourchette opérationnelle pour le taux du financement à un jour, sont effectuées, à moins de circonstances exceptionnelles, à huit dates préétablies pendant l'année.

- En fixant une cible pour le taux du financement à un jour, la Banque du Canada exerce une influence sur les taux d'intérêt à court terme pour imprimer à la masse monétaire un rythme d'expansion compatible avec la cible de maîtrise de l'inflation. Le mécanisme de transmission est complexe et comporte des décalages dont la durée est à la fois longue et variable; l'incidence qu'a une modification des taux directeurs sur l'inflation se fait sentir généralement sur une période de six à huit trimestres.

La cible

- En février 1991, le gouvernement fédéral et la Banque du Canada ont annoncé conjointement l'établissement d'une série de cibles en vue de ramener le taux d'augmentation de l'IPC global au milieu d'une fourchette de 1 à 3 % pour la fin de 1995. Cette fourchette cible de maîtrise de l'inflation a été reconduite à quelques reprises, la dernière fois en mai 2001, lorsqu'il a été décidé d'en prolonger l'application jusqu'à la fin de 2006. La politique monétaire continuera donc d'être axée sur le maintien du taux d'inflation à 2 %, soit le point médian de la fourchette, afin de maximiser la probabilité que l'inflation demeure à l'intérieur de celle-ci et d'accroître la prévisibilité de l'inflation à long terme (Crawford, 2001).

Le suivi de l'inflation

- Une bonne part des variations que connaît l'IPC global à court terme est attribuable aux fluctuations passagères des prix de composantes volatiles, comme les fruits et l'essence, et aux modifications des impôts indirects. C'est pourquoi la Banque se concentre sur un indice qui mesure l'inflation fondamentale — appelé *indice de référence* — en excluant les huit composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes. Cet indice est généralement un meilleur indicateur des mouvements futurs de l'IPC global que ne le sont les variations passées de l'IPC (Macklem, 2001).

1. INTRODUCTION

Les perspectives économiques sont beaucoup plus incertaines qu'à l'ordinaire.

Deux grandes questions dominent l'analyse et la discussion entourant la politique monétaire exposées dans la présente livraison du *Rapport sur la politique monétaire* : la nature et l'ampleur du ralentissement économique mondial qui s'est amorcé vers la fin de 2000 et les conséquences des attentats terroristes survenus aux États-Unis. Conjugués, ces éléments donnent aux perspectives économiques un caractère exceptionnellement incertain.

Tout au long de l'été 2001, il est devenu de plus en plus évident que le ralentissement économique qui avait pris naissance aux États-Unis dans la seconde moitié de 2000 s'internationalisait. Si, au Japon, l'économie piétinait depuis un certain temps déjà, ce n'est que vers le milieu de l'année que l'activité à l'échelle mondiale a commencé à montrer des signes manifestes d'essoufflement.

La baisse de régime de l'économie américaine est attribuable à plusieurs facteurs. Citons entre autres le resserrement antérieur de la politique monétaire, la flambée des cours mondiaux de l'énergie et les ajustements entraînés par la surproduction et la surexpansion des capacités dans les secteurs de l'information et des télécommunications. Ce dernier facteur — typique du cycle des investissements — a joué un rôle beaucoup plus important que celui qu'on lui avait reconnu au départ.

Il est très difficile d'évaluer les conséquences sur l'économie de la tragédie du 11 septembre.

Il est très difficile d'évaluer les conséquences économiques de l'horrible tragédie du 11 septembre. Certes, on constate que les secteurs du transport, des finances et du tourisme ont été frappés de plein fouet, particulièrement en Amérique du Nord, mais on ne peut pas mesurer aisément l'ampleur et la durée exactes des retombées, et encore moins l'incidence des attentats sur le comportement des consommateurs et des entreprises. Bien que l'histoire offre quelques repères, ces événements sont sans précédent en Amérique du Nord. Seuls le passage du temps et l'accumulation de nouvelles données permettront de mieux en comprendre les séquelles.

Dans le présent rapport, la Banque présente sa première évaluation des répercussions potentielles des attentats terroristes sur l'économie nord-américaine pour l'année 2002.

Dans le présent rapport, la Banque analyse les causes du ralentissement économique mondial devenu manifeste avant le 11 septembre (en tenant compte des implications des révisions importantes apportées aux mesures du PIB et de la productivité aux États-Unis). Elle présente également sa première évaluation des répercussions potentielles des attentats terroristes sur l'économie nord-américaine pour l'année 2002. Malgré son caractère préliminaire et la large marge d'incertitude qui l'entoure, cette analyse guidera notre raisonnement et notre jugement quant aux retombées de cette tragédie sur l'économie, l'inflation et la politique monétaire du Canada, à mesure que nous disposerons de nouvelles données.

Les données que renferme le présent rapport ont été arrêtées à la date d'annonce préétablie du 23 octobre 2001.

2. L'ÉVOLUTION RÉCENTE DE L'INFLATION

L'inflation mesurée par l'indice de référence a grimpé depuis février dernier, pour s'établir légèrement au-dessus du point médian de la fourchette de maîtrise de l'inflation de 1 à 3 % visée par la Banque. Parallèlement, le taux d'augmentation de l'IPC global a fléchi et s'est rapproché de celui de l'indice de référence, principalement sous l'effet du recul des prix de l'essence.

L'inflation et la fourchette cible

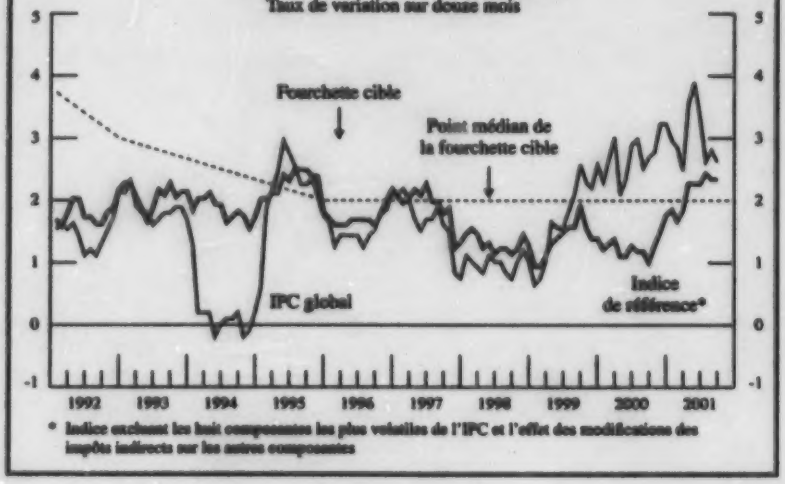
L'inflation mesurée par l'indice de référence a augmenté, pour s'établir légèrement au-dessus du point médian de la fourchette cible...

L'inflation mesurée par l'indice de référence a dépassé la barre des 2 % en avril et avoisiné 2,3 % tout au long du printemps et de l'été, soit un niveau un peu plus élevé que ce que l'on prévoyait dans le *Rapport* de mai (Graphique 1)[1]. Quant aux autres mesures statistiques de l'inflation tendancielle, elles ont été égales ou un peu inférieures à l'inflation mesurée par l'indice de référence, ce qui porte à croire que l'inflation tendancielle n'excède probablement pas le taux d'accroissement de l'indice de référence (Graphique 2).

Graphique 1

Indice des prix à la consommation

Taux de variation sur douze mois



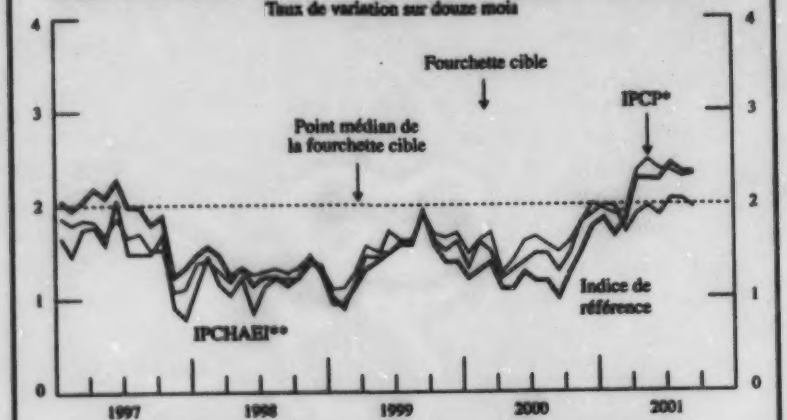
* Indice excluant les huit composantes les plus volatiles de l'IPC et l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes

1. L'indice de référence que la Banque utilise depuis mai 2001 exclut les huit composantes les plus volatiles de l'IPC et l'effet des modifications des impôts indirects sur les composantes restantes. Ces huit composantes sont les fruits, les légumes, l'essence, le mazout, le gaz naturel, le transport interurbain, les produits du tabac et les intérêts sur les prêts hypothécaires. Les motifs pour lesquels la Banque a adopté cet indice de référence sont exposés dans Banque du Canada (2001) et Macklem (2001).

Graphique 2

Indice de référence et mesures statistiques de l'inflation tendancielle

Taux de variation sur douze mois



* La mesure IPCP multiplie la pondération de chacune des composantes du panier de l'IPC par un coefficient qui est inversement proportionnel à la variabilité de la composante.

** La mesure IPCHAEI exclut l'alimentation, l'énergie et l'effet des modifications des impôts indirects.

La hausse, à plus de 2 %, du taux d'inflation mesuré par l'indice de référence fait écho à la légère surutilisation des capacités de l'économie qui persistait au début de cette année. Cette hausse s'est également trouvée amplifiée du fait que l'inflation mesurée par l'indice de référence avait été contenue temporairement au début de l'année en raison des rabais plus élevés consentis par les fabricants et les concessionnaires d'automobiles ainsi que du programme de crédit spécial du gouvernement de la Colombie-Britannique à l'intention des consommateurs d'électricité.

... alors que le taux d'augmentation de l'IPC global a fortement reculé.

Le taux d'accroissement sur douze mois de l'IPC global a atteint un sommet de 3,9 % en mai, sous l'impulsion d'un renchérissement du gaz naturel (attribuable au resserrement antérieur de l'offre et à la fin d'un programme d'aide du gouvernement albertain) ainsi que d'une flambée passagère des prix de l'essence. Depuis, ce taux a fortement reculé pour se rapprocher de celui de l'indice de référence, et, en septembre, il se chiffrait à 2,6 %. Ce repli marqué du taux d'augmentation de l'IPC global vers l'inflation mesurée par l'indice de référence tient au fait qu'une partie de la majoration antérieure des cours de l'énergie a été annulée. Pendant cette période, en effet, les prix du mazout et de l'essence ont chuté sous l'effet principalement des baisses des cours du pétrole brut. De plus, l'accumulation des stocks de gaz naturel depuis le début de 2001 a donné lieu à une diminution importante des prix à la production, ce qui a contribué à ralentir l'accroissement sur

douze mois des prix à la consommation de ce produit à partir du milieu de l'année.

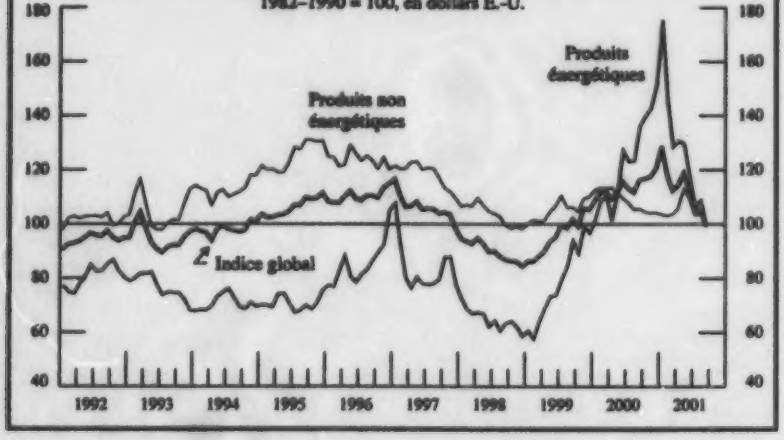
Bien que les réductions récentes des cours des produits de base énergétiques commencent à favoriser une modération du taux d'augmentation des prix à la consommation de l'énergie et, par conséquent, de celui de l'IPC global, l'effet du renchérissement de l'énergie sur les composantes non énergétiques de l'IPC global — estimé à environ 0,1 % au cours de la dernière année — continue à se faire sentir. Jusqu'à présent, cet effet a surtout été manifeste dans les tarifs aériens, les coûts du transport local et les prix des fruits et légumes. Tant l'inflation mesurée par l'indice de référence que celle mesurée par l'IPC global semblent aussi avoir été touchées jusqu'à un certain point par la hausse du coût des biens et des services importés pendant la dernière année, qui est due notamment à la dépréciation du dollar canadien durant cette période.

Dans l'ensemble, les cours des produits de base non énergétiques ont considérablement fléchi depuis la mi-avril (Graphique 3). La décélération de la croissance économique à l'échelle mondiale, en particulier, a accentué le recul des prix des métaux, de la pâte, du papier journal et du bétail. En ce qui a trait au bois d'œuvre, l'imposition d'un droit compensatoire sur les exportations de bois d'œuvre résineux aux États-Unis s'est traduite par une montée des prix payés par les consommateurs américains, qui a été en grande partie annulée. Pour les exportateurs, les prix ont fléchi, après déduction des droits de douane.

Graphique 3

Indice des prix des produits de base de la Banque du Canada

1982–1990 = 100, en dollars É.-U.



Les facteurs qui influent sur l'inflation

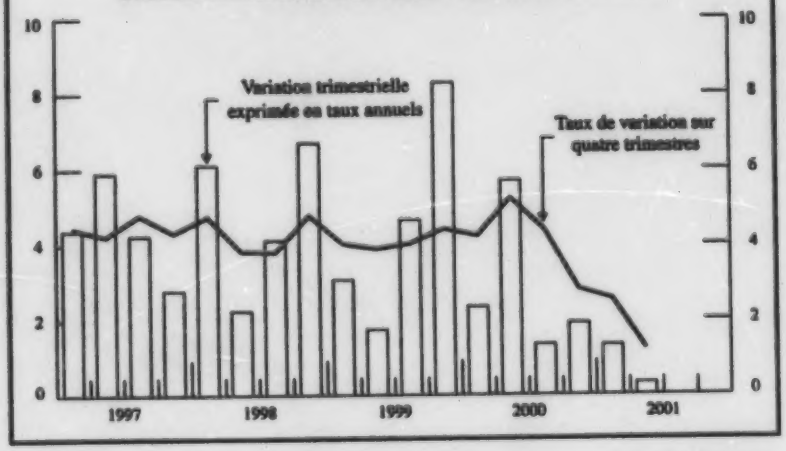
La demande globale

La croissance du PIB réel a considérablement ralenti depuis le troisième trimestre de 2000...

Le ralentissement enregistré depuis le troisième trimestre de 2000 par le rythme d'expansion de l'économie canadienne, qui s'est établi bien en deçà de celui de la production potentielle, tient dans une large mesure à l'essoufflement marqué de la croissance de la demande aux États-Unis. Ce pays, en effet, a vu son activité économique se tasser brusquement après le milieu de 2000, la progression du PIB réel sur quatre trimestres étant passée de 5,2 % au deuxième trimestre de 2000 à 1,2 % au trimestre correspondant de 2001 (Graphique 4). Au Canada, la croissance du PIB réel sur quatre trimestres se situait à 2,1 % au second trimestre de 2001, comparativement à 4,8 % au même trimestre de 2000 (Graphique 5)[2]. Bien que l'expansion ait été un peu plus vigoureuse au Canada qu'aux États-Unis au cours de cette période, la décélération de la croissance de l'économie américaine a fortement entravé le rythme de progression de notre économie en raison des relations commerciales étroites qu'entretiennent les deux pays.

Graphique 4

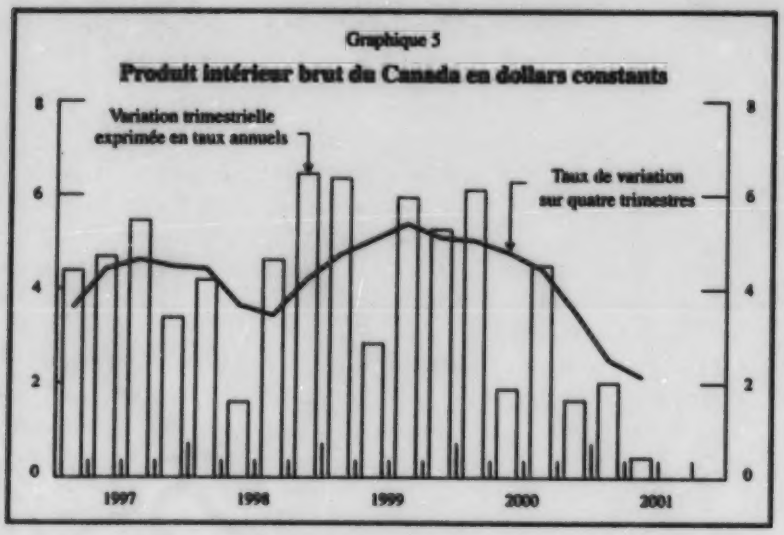
Produit intérieur brut des États-Unis en termes réels



2. La mesure du PIB réel publiée par Statistique Canada est désormais établie à partir d'estimations fondées sur la formule de l'indice de volume en chaîne de Fisher et comporte une nouvelle façon de traiter les achats de logiciels par les entreprises et les administrations publiques (voir la Note technique 3 dans le *Rapport* de mai). Pour un complément d'information, consulter le site Web de Statistique Canada (www.statcan.ca) et celui de la Banque du Canada (www.banqueducanada.ca). Ces modifications rendent la mesure du PIB canadien comparable à celle du PIB américain. À la lumière de ces changements et d'autres révisions apportées aux données chronologiques, Statistique Canada estime maintenant que le PIB réel a crû à un rythme annuel moyen de 4,4 % en 2000 (au lieu de 4,7 % selon l'estimation précédente, qui établissait la valeur de la production en fonction des prix de 1992).

Graphique 5

Produit intérieur brut du Canada en dollars constants



... principalement sous l'effet de la compression des dépenses en biens d'équipement aux États-Unis.

L'activité économique aux États-Unis continue de perdre de la vitesse au deuxième semestre de 2001 et elle donne peu de signes tangibles de redressement. La compression des investissements des entreprises, surtout en matériel de haute technologie, a été particulièrement prononcée et dure plus longtemps qu'on ne s'y attendait. Les attentats terroristes de septembre et leurs séquelles ont contribué à empirer la situation économique chez notre voisin du sud.

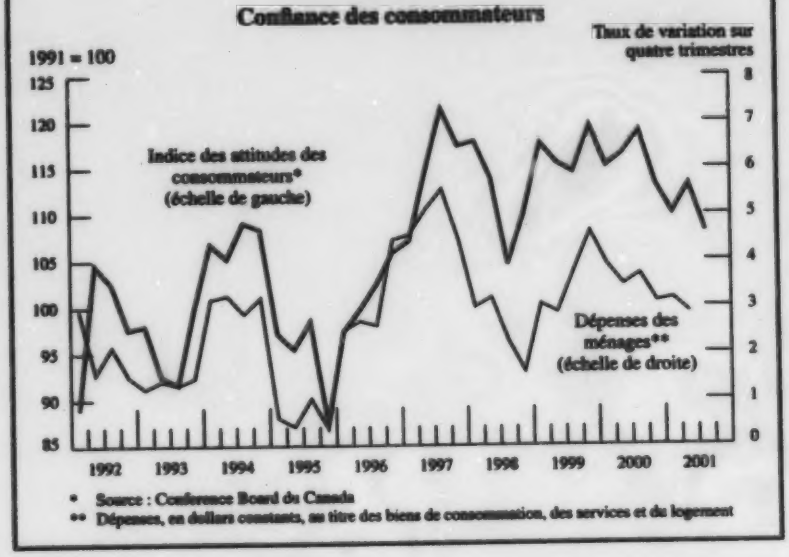
La production d'équipement de télécommunication et d'autre matériel électronique a fortement diminué.

L'économie canadienne a elle aussi progressé moins rapidement que prévu au troisième trimestre de 2001. La diminution d'une ampleur inattendue des dépenses en biens d'équipement aux États-Unis et l'important ralentissement de la croissance économique à l'extérieur de l'Amérique du Nord sont deux facteurs clés qui ont nui à notre économie. Ainsi, la production et les expéditions canadiennes d'équipement de télécommunication, d'ordinateurs et d'autre matériel électronique ont beaucoup reculé par rapport à leurs niveaux très élevés de la fin de 2000. De plus, malgré les réductions de la production, les stocks de ces produits demeuraient encore à un niveau nettement supérieur à la normale en milieu d'année, si bien que de nouvelles diminutions sont à prévoir d'ici la fin de 2001. Notre production et nos exportations de produits automobiles, de pâtes et papiers et de produits chimiques ont également souffert du tassement de l'activité économique aux États-Unis. Les déséquilibres des stocks dans ces deux dernières industries intensifieront les pressions à la baisse sur la production à court terme.

Parallèlement, le Canada a vu la progression de sa demande intérieure finale fléchir au cours de la dernière année. Celle des dépenses des ménages a été freinée par le ralentissement de la croissance du revenu réel, les pertes d'emploi récentes et l'érosion de la confiance des consommateurs qui en a découlé (Graphique 6). Qui plus est, les dépenses en biens d'équipement des entreprises canadiennes sont en baisse depuis le dernier trimestre de 2000, en réaction à l'augmentation des capacités de production excédentaires, particulièrement dans le domaine des télécommunications.

Graphique 6

Confiance des consommateurs



* Source : Conference Board du Canada

** Dépenses, en dollars constants, au titre des biens de consommation, des services et du logement

Les effets négatifs des actes terroristes ont exacerbé ces tendances défavorables au sein de l'économie canadienne. Selon notre meilleure estimation, les perturbations des activités dans divers secteurs au Canada, notamment ceux du transport et des finances, auraient amputé la croissance du PIB réel du pays d'environ un point de pourcentage au troisième trimestre de 2001 (Note technique 1). L'économie se trouvant déjà fragilisée, cette estimation incite à penser que la progression a sans doute été légèrement négative au troisième trimestre et qu'elle avoisinera probablement zéro au quatrième.

Les effets négatifs des actes terroristes ont exacerbé le ralentissement de l'économie canadienne.

Note technique 1

Effets économiques à court terme des attentats terroristes

Les actes de terrorisme perpétrés aux États-Unis se sont soldés par d'effroyables pertes de vie et ont causé des dégâts énormes au cœur du centre financier du pays. Si l'étendue des pertes humaines et matérielles ne fait aucun doute, on ne peut en dire autant de l'ampleur des retombées de ces événements sur l'économie. Chose certaine, celles-ci se répercuteront bien au-delà des frontières américaines. En raison de la proximité des États-Unis et de l'intégration étroite des deux économies, le Canada est particulièrement vulnérable.

Le jour même des attaques et dans les jours qui ont suivi, de nombreuses activités ont été interrompues ou considérablement perturbées : fermeture des bourses, suspension du trafic aérien, restriction du transport terrestre et annulation de nombreux événements. Le resserrement des contrôles à la frontière a occasionné des retards dans le système de livraison juste à temps des pièces et forcé la fermeture temporaire de certaines usines d'automobiles. Bien qu'elles aient été plus marquées aux États-Unis, ces perturbations se sont fait sentir des deux côtés de la frontière.

Au-delà de ces effets immédiats, on peut s'attendre à ce que les attentats influent sur les dépenses des ménages et des entreprises en Amérique du Nord. Le secteur du transport aérien et le secteur financier ont déjà été durement frappés, et des branches connexes comme le tourisme et l'aéronautique sont également touchées. Les conséquences sur la confiance des consommateurs et des entreprises sont plus difficiles à évaluer. Les premières observations laissent entrevoir une chute marquée de la confiance des consommateurs aux États-Unis, mais une réaction plus modérée des ménages au Canada. Néanmoins, la confiance des entreprises canadiennes s'est considérablement affaiblie. Le ralentissement de l'économie américaine implique également un repli de la demande à l'égard des exportations canadiennes. Les contrecoups de ces divers facteurs sur l'activité économique en Amérique du Nord seront atténués dans une certaine mesure par l'augmentation des dépenses des entreprises et des administrations publiques en matière de sécurité, par le fait que les ménages et les entreprises substitueront sans doute d'autres achats de biens et de services à une partie de leurs dépenses habituelles dans des domaines tels que le transport aérien, et enfin par la reconstruction des infrastructures détruites aux États-Unis.

En nous fondant sur tous ces facteurs, nous estimons que le choc survenu pourrait avoir retranché de 1,5 à 2,0 points de pourcentage au taux de croissance (annualisé) de la production aux États-Unis au troisième trimestre et environ 1 point à celui du Canada. Sur la foi de cette estimation, le PIB réel américain aurait reculé de 1,0 à 2,0 % au troisième trimestre. Au Canada, le taux de croissance annualisé devrait se situer dans une fourchette de 0 à -1,0 % pour ce trimestre.

Les retombées négatives des attentats sur l'économie au troisième trimestre seront surtout liées aux perturbations de la production engendrées par ceux-ci en Amérique du Nord. Ces perturbations devraient s'atténuer au quatrième trimestre, mais on s'attend à ce que les effets de la baisse de la confiance sur les dépenses des ménages et les investissements des entreprises s'accentuent. Dans certains secteurs durement touchés par les attentats — en particulier le transport aérien, le tourisme et les branches connexes —, les mises à pied se poursuivent, synonymes de diminution des revenus et d'incertitude économique accrue. Bien qu'elle soit plus difficile à évaluer, l'incidence des attentats sur la croissance au quatrième trimestre sera vraisemblablement au moins aussi importante que les effets directs observés au trimestre précédent, ce qui donne à penser que la croissance du PIB sera à peu près nulle au quatrième trimestre.

Les pressions estimatives sur la capacité de l'économie

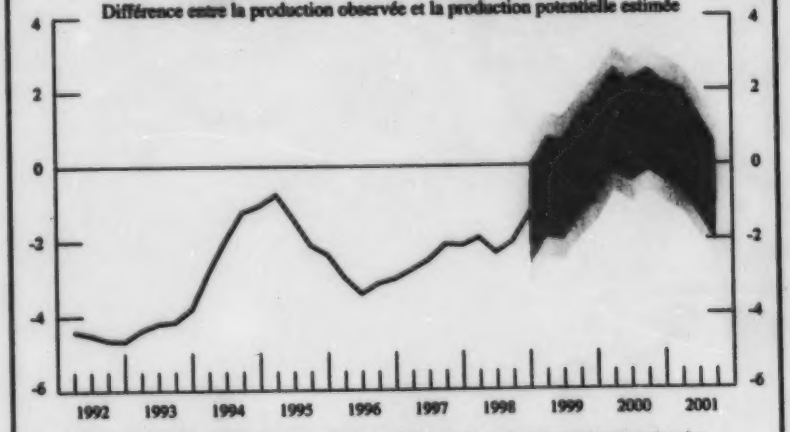
Plusieurs indicateurs donnent à penser qu'une situation d'offre excédentaire est apparue au sein de l'économie au troisième trimestre de 2001.

Plusieurs indicateurs donnent à penser que les pressions s'exerçant sur l'appareil de production se sont considérablement modérées au cours des trois premiers trimestres de 2001. Selon les plus récentes estimations économétriques de l'écart de production et de la mesure de la production potentielle établies par la Banque, l'économie canadienne aurait commencé à tourner en deçà de sa capacité au troisième trimestre de 2001 (Graphique 7). Le taux de chômage a légèrement augmenté depuis le milieu de 2000, ce qui semble s'expliquer par l'atonie de la demande de main-d'œuvre, dont témoignent la baisse marquée de l'indice de l'offre d'emploi durant cette période et le recul qu'accuse l'emploi depuis mai dernier. En outre, l'enquête la plus récente que la Banque a menée auprès d'entreprises canadiennes incite à croire que les pressions se faisant sentir sur la capacité de l'économie, de même que les pénuries de main-d'œuvre, ont sensiblement diminué depuis le début de l'année. Cette atténuation des pressions sur les marchés des biens et du travail a été notée partout au pays.

Graphique 7

Estimation de l'écart de production*

Différence entre la production observée et la production potentielle estimée



* Les zones ombrées autour des valeurs estimées de l'écart de production représentent (des plus foncées aux plus pâles) des intervalles de confiance à 25 %, 50 %, 75 % et 95 %.

Nota : La valeur estimée de l'écart pour le troisième trimestre de 2001 se fonde sur un recul prévu de la production de 0,50 % (en rythme annuel) pour ce trimestre.

Selon d'autres indicateurs toutefois, les conditions seraient demeurées tendues au cours des trois premiers trimestres de l'année sur certains marchés des biens et du travail. Ainsi, il y avait encore une pénurie de main-d'œuvre qualifiée, particulièrement dans les secteurs de l'énergie et des soins de santé. Le taux

d'inoccupation des immeubles à vocation industrielle est demeuré très bas au troisième trimestre de 2001, et celui des bureaux, bien qu'en progression, s'est établi à un niveau inférieur à la moyenne. Enfin, on dénombrait également très peu de logements neufs inoccupés.

Dans l'ensemble, le ralentissement de l'activité économique observé depuis le dernier trimestre de 2000 s'est traduit par un relâchement significatif des pressions sur la demande. Somme toute, les données dont nous disposons laissent supposer que l'économie était en situation d'offre excédentaire au troisième trimestre.

Révision des données chronologiques portant sur le PIB réel et l'écart de production

Dans la livraison de mai du *Rapport*, on estimait que l'écart de production avoisinait zéro au premier trimestre de 2001. Or, le 31 mai dernier, Statistique Canada a remplacé la mesure du PIB réel dont elle s'était servie jusque-là (laquelle établissait la valeur de la production en fonction des prix de 1992) par des estimations fondées sur la formule de l'indice de volume en chaîne de Fisher, et elle a commencé à traiter tous les achats de logiciels qu'effectuent les entreprises comme des investissements (et non comme des dépenses courantes). Ainsi qu'on l'avait prévu, ces modifications n'ont pas eu, en soi, beaucoup d'effet sur le portrait d'ensemble que traçait la Banque de l'écart de production estimé. En même temps, Statistique Canada a aussi relevé de près de un point de pourcentage ses estimations du taux de croissance annuel moyen du PIB réel (fondées sur la formule de l'indice de volume en chaîne de Fisher) pour la période allant de 1998 à 2000, principalement du fait de l'intégration de nouvelles données de référence. Environ les trois quarts de la réévaluation des chiffres du PIB réel (et de la productivité du travail) ont été considérés comme permanents, ce qui a conduit à la majoration des estimations de la production potentielle. Le quart restant ayant une incidence sur la demande excédentaire, le niveau estimé de celle-ci en 2000 et au premier trimestre de 2001 a donc été révisé à la hausse.

La maîtrise des coûts

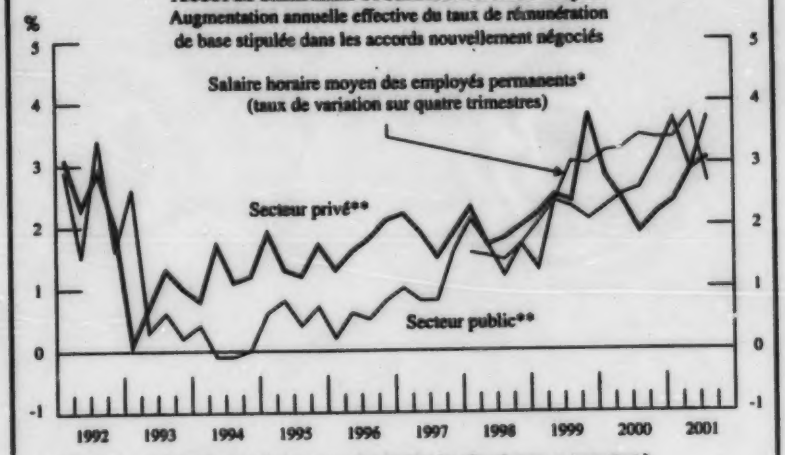
La hausse du salaire horaire moyen s'est ralentie, pour s'établir à environ 2,75 %.

Si l'on se fonde sur l'évolution du salaire horaire moyen des employés permanents, le taux d'accroissement sous-jacent de la rémunération moyenne a diminué, passant de quelque 3,5 % au second semestre de 2000 à environ 2,75 % au troisième trimestre de 2001 (Graphique 8).

Graphique 8

Accords salariaux et salaire horaire moyen

Augmentation annuelle effective du taux de rémunération de base stipulée dans les accords nouvellement négociés



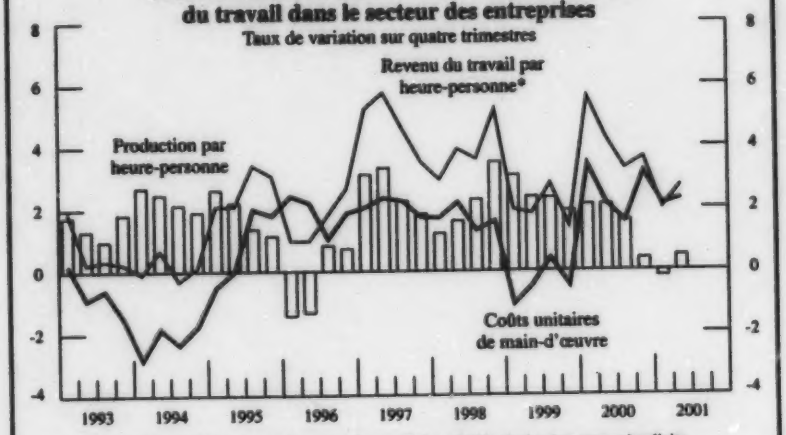
* Source : *Information population active*; les données les plus récentes se rapportent à septembre 2001.

** Source : Développement des ressources humaines Canada; les données les plus récentes se rapportent à août 2001.

Graphique 9

Coûts unitaires de main-d'œuvre et productivité du travail dans le secteur des entreprises

Taux de variation sur quatre trimestres



* Le revenu du travail comprend le revenu du travail des salariés ainsi qu'un revenu implicite du travail pour les travailleurs autonomes.

Source : *Le Quotidien* de Statistique Canada

La productivité n'ayant enregistré qu'une modeste progression, l'accroissement des coûts unitaires de main-d'œuvre se situait juste au-dessus de 2 % au milieu de l'année.

La hausse sur quatre trimestres du revenu du travail dans le secteur des entreprises s'est ralentie entre le deuxième trimestre de 2000 et le trimestre correspondant de 2001, tandis que la croissance de la productivité du travail est restée modeste dans la première moitié de 2001, sous l'effet de la décélération de l'activité. Compte tenu de ces taux d'augmentation de la rémunération et de la productivité, les coûts unitaires de main-d'œuvre dans les entreprises ont progressé, en glissement annuel, de 2,3 % au deuxième trimestre de 2001 (Graphique 9).

3. L'ÉVOLUTION FINANCIÈRE

Les mesures de politique monétaire

Depuis le début de l'année, la Banque du Canada a abaissé le taux cible du financement à un jour de 300 points de base (Graphique 10). Elle a notamment procédé, depuis la parution du *Rapport* de mai, à cinq réductions (le 29 mai, le 17 juillet, le 28 août, le 17 septembre et le 23 octobre) totalisant 200 points de base. Les deux premières, de 25 points de base chacune, ont été opérées dans le contexte d'un ralentissement graduel de la croissance économique au Canada imputable à un tassement de l'activité aux États-Unis. Lorsqu'on s'est rendu compte, par la suite, que la faiblesse de la demande intérieure et extérieure risquait sans doute d'être plus prononcée et plus prolongée que prévu, en particulier après les attentats terroristes survenus le 11 septembre, le rythme des baisses de taux d'intérêt s'est accéléré. Les trois dernières réductions — de 25, 50 et 75 points de base, respectivement — ont fait descendre le taux cible du financement à un jour à 2,75 %. Ces interventions avaient pour but de soutenir la demande et de raffermir la confiance des ménages et des entreprises, compte tenu de la détérioration des perspectives économiques et de l'amélioration des pronostics concernant l'évolution future de l'inflation.

Modifications du taux cible du financement à un jour depuis la parution du *Rapport* de mai :

29 mai — réduction de 25 points de base; taux ramené à 4,5 %

17 juillet — réduction de 25 points de base

28 août — réduction de 25 points de base

17 septembre — réduction de 50 points de base

23 octobre — réduction de 75 points de base; taux ramené à 2,75 %

Toutes ces modifications du taux du financement à un jour ont été apportées aux dates préétablies, sauf celle annoncée le 17 septembre. Cette mesure exceptionnelle, qui n'était pas prévue au calendrier, a été prise au lendemain des attentats terroristes perpétrés aux États-Unis et, à l'instar des interventions similaires effectuées dans d'autres pays, visait à renforcer la confiance des ménages et des entreprises, ébranlée par ces attentats. La Banque du Canada a également injecté des liquidités supplémentaires dans le système bancaire juste après les événements du 11 septembre afin d'assurer le comportement ordonné des marchés financiers (Note technique 2).

Aux États-Unis, la Réserve fédérale a abaissé le taux cible des fonds fédéraux de 400 points de base depuis le début de l'année. De ce total, 250 points ont été retranchés depuis la rédaction du *Rapport* de mai. Deux réductions récentes de 50 points de base chacune ont notamment été opérées, l'une le 17 septembre, dans le sillage des attentats terroristes, et l'autre le 2 octobre, pour tenir compte des signes persistants de faiblesse affichés par l'économie américaine. Ces interventions ont eu pour effet de faire tomber le taux cible des fonds fédéraux à 2,5 %.

Note technique 2

Mesures prises au Canada pour faire face à de possibles perturbations du système financier

Les banques centrales du monde entier sont intervenues rapidement afin de soutenir le système financier à la suite des attentats du 11 septembre. Elles ont d'abord aidé à garder opérationnels les systèmes de compensation et de règlement en offrant aux institutions financières un accès continu à des liquidités suffisantes pour répondre à leurs besoins de financement à court terme. Dans les heures qui ont suivi les attentats, les grands systèmes canadiens de compensation et de règlement ont continué de bien fonctionner, et les délais de traitement sont restés normaux, tant au sein du Système de transfert de paiements de grande valeur (STPGV) que du Service de compensation des titres d'emprunt de La Caisse canadienne de dépôt de valeurs.

Immédiatement après les attentats, les institutions financières canadiennes s'étaient mises à douter de la capacité de certaines entités d'honorer tous leurs engagements. De peur que les entrées de fonds attendues ne se matérialisent pas, les participants aux systèmes de compensation et de règlement ont hésité à envoyer leurs paiements, et le volume des soldes de règlement qu'ils souhaitaient détenir a augmenté de façon générale. Aussi les flux de paiement dans le STPGV se sont-ils ralentis peu après les attentats, à tel point qu'on craignait que ce dernier ne s'immobilise complètement.

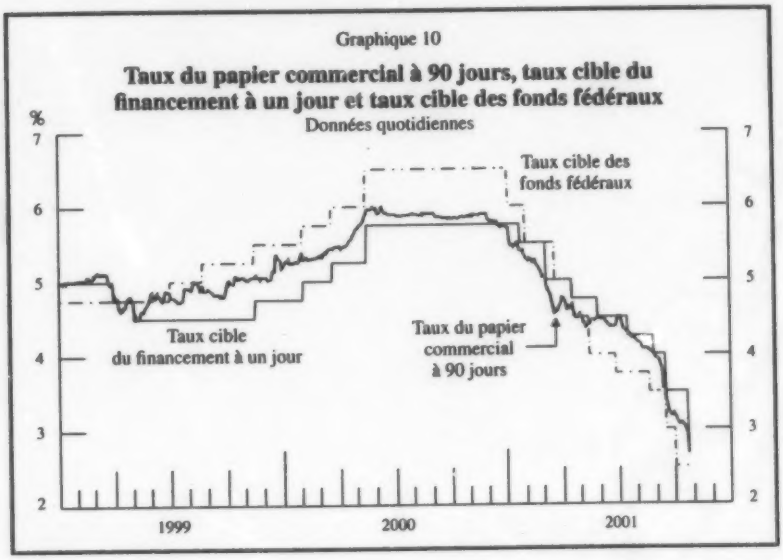
La Banque du Canada a réagi promptement le 11 septembre, en indiquant qu'elle allait injecter des liquidités dans le système de façon à porter le niveau des soldes de règlement excédentaires dans le STPGV à un milliard de dollars (contre 50 millions en temps normal). Les institutions financières ont ainsi obtenu l'assurance que, même si elles ne recevaient pas les paiements attendus, elles auraient accès aux fonds dont elles avaient besoin. La Banque a de plus fait savoir qu'elle était disposée à conclure des prises en pension spéciales avec les négociants principaux au taux des fonds à un jour. Ces liquidités supplémentaires ont été maintenues à la hauteur de 950 millions jusqu'au 17 septembre, puis leur niveau a été abaissé graduellement, de sorte qu'au 4 octobre, les soldes excédentaires de règlement dans le STPGV étaient revenus à 50 millions. Il importe de noter que ces injections de liquidités visaient à répondre à une augmentation temporaire de la demande de soldes de règlement et qu'en agissant ainsi, la Banque évitait une hausse inopportune du taux à un jour.

Parallèlement, dans les jours qui ont suivi les attentats, les participants directs au Système automatisé de compensation et de règlement (SACR), qui traite surtout les paiements sur support papier (les chèques), se sont vu offrir une occasion additionnelle, chaque jour, d'effectuer des transactions et d'atténuer par le fait même les déséquilibres au chapitre de leurs paiements. Cette mesure, levée le 18 septembre, leur a permis de réduire tout besoin inhabituel en matière de liquidités ou de titres pouvant servir de garantie, aux fins du règlement de leurs obligations dans le SACR.

Les attentats du 11 septembre ayant touché le cœur du système financier américain, les activités de règlement des paiements et des opérations sur titres ont été perturbées de façon temporaire sur les marchés américains. Ainsi, une grande banque chargée de compenser et de régler des opérations sur titres pour le compte d'autres banques a connu des ratés dans le traitement des transactions. On a donc craint que des banques, y compris des institutions canadiennes, se trouvent empêchées de donner des titres de leur portefeuille en garantie des prêts dont elles avaient besoin. On a craint aussi que les banques ne puissent obtenir sur le marché les fonds nécessaires au financement de prêts en dollars É.-U. Afin d'être en mesure de fournir aux banques canadiennes davantage de liquidités en dollars É.-U. à court terme, la Banque s'est alors entendue avec la Réserve fédérale des États-Unis pour que le montant (2 milliards de dollars É.-U.) de son accord de swap avec elle soit majoré à 10 milliards durant 30 jours. Cet accord temporaire est arrivé à échéance le 14 octobre, et aucun tirage sur celui-ci n'a été nécessaire.

Graphique 10

Taux du papier commercial à 90 jours, taux cible du financement à un jour et taux cible des fonds fédéraux

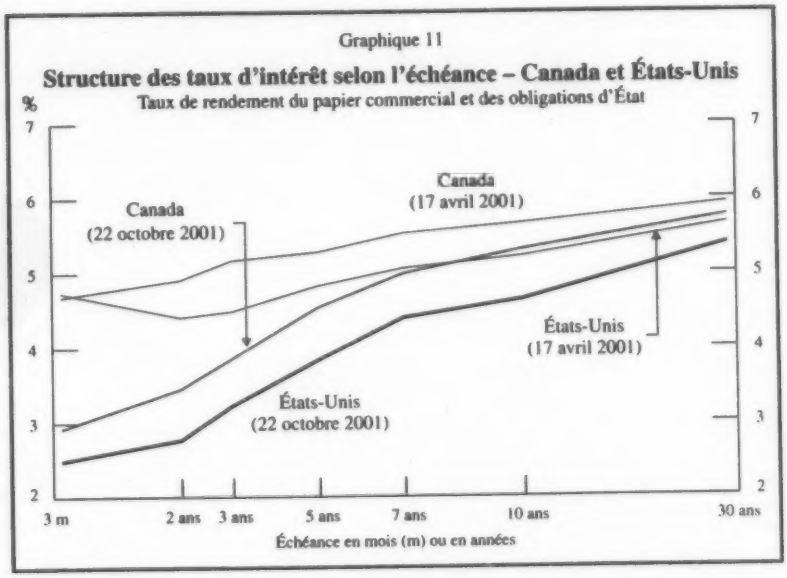


L'assombrissement des perspectives économiques observé depuis le milieu de l'été a contribué à un glissement vers le bas et à une accentuation de la pente de la courbe des rendements au Canada et chez notre voisin du sud (Graphique 11). Estimant que la reprise de l'économie nord-américaine allait être retardée, les agents économiques se sont mis à anticiper un nouvel assouplissement de la politique monétaire, ce qui s'est reflété dans les taux d'intérêt à court terme. Cette attente peut aussi avoir

Depuis le milieu de l'été, la pente de la courbe des rendements au Canada s'est accentuée et a glissé vers le bas.

Graphique 11

Structure des taux d'intérêt selon l'échéance – Canada et États-Unis



entraîné une réduction de la prime d'inflation incorporée aux taux d'intérêt à long terme, les rendements des obligations à long terme ayant baissé tant au Canada qu'aux États-Unis.

Devant le nombre croissant de signes indiquant que le ralentissement économique serait plus marqué au Canada que le marché ne l'avait prévu, l'écart positif de rendement entre les obligations des gouvernements canadien et américain s'est rétréci tout au long de l'été. Depuis le 11 septembre, cependant, cet écart s'est de nouveau agrandi; la préférence qu'affichent les investisseurs pour les titres d'État américains en période d'incertitude à l'échelle mondiale a en effet rendu les rendements des obligations à long terme émises par le Trésor des États-Unis inférieurs à ceux des obligations à long terme d'autres pays.

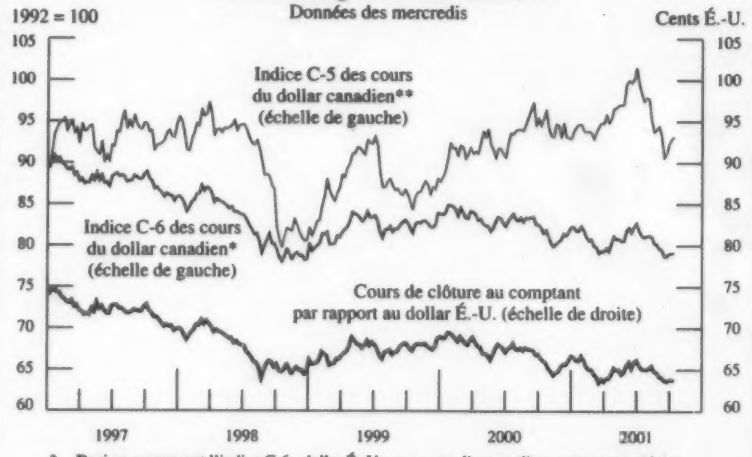
Le taux de change

Depuis la publication du *Rapport* de mai, le cours du dollar canadien a fluctué entre 0,6324 et 0,6636 dollar É.-U. (Graphique 12). Les attentes d'un tassement de l'activité relativement moins prononcé au Canada qu'aux États-Unis ont aidé à soutenir notre dollar au printemps et au début de l'été. Plus récemment, l'essoufflement de l'économie mondiale, le fléchissement consécutif des prix des produits de base, la décélération de l'activité au pays et l'incertitude économique provoquée sur la scène internationale par les attentats terroristes ont contribué au repli du dollar canadien.

Graphique 12

Taux de change du dollar canadien

Données des mercredis



* Devises composant l'indice C-6 : dollar É.-U., euro, yen, livre sterling, couronne suédoise et franc suisse

** L'indice C-5 exclut le dollar É.-U.

À la suite des événements du 11 septembre, le dollar américain s'est tout d'abord déprécié par rapport aux autres grandes monnaies, poursuivant ainsi une tendance à la baisse amorcée en juin. Cependant, à mesure que les marchés réévaluaient la position conjoncturelle relative des principales économies du monde, le billet vert s'est ressaisi et a dépassé son niveau d'avant les attentats.

Les conditions monétaires

Les conditions monétaires se sont considérablement assouplies.

Les conditions monétaires se sont considérablement assouplies depuis la parution du *Rapport* de mai, par suite à la fois des baisses des taux d'intérêt et de la dépréciation du dollar canadien. L'indice des conditions monétaires s'établissait à -9,91 le 22 octobre, contre -8,0 en mai (Graphique 13).

Graphique 13

Indice des conditions monétaires

Données des mercredis, janvier 1987= 0

Les autres aspects de l'évolution financière

Les entreprises font face, depuis la dernière livraison du *Rapport*, à un resserrement des conditions du crédit engendré par la détérioration des perspectives économiques et l'accroissement de l'incertitude, en particulier dans la foulée des attentats du 11 septembre. Cette contraction s'est traduite, sur le marché obligataire, par une hausse des écarts de rendement entre les titres de dette de sociétés et les titres d'État. Et alors que seuls quelques secteurs, comme les télécommunications et la construction automobile, étaient touchés par le resserrement des conditions du crédit plus tôt cette année, d'autres industries en ressentent maintenant les effets.

Malgré le resserrement des conditions du crédit, la croissance des crédits aux entreprises s'est accélérée depuis mai dernier.

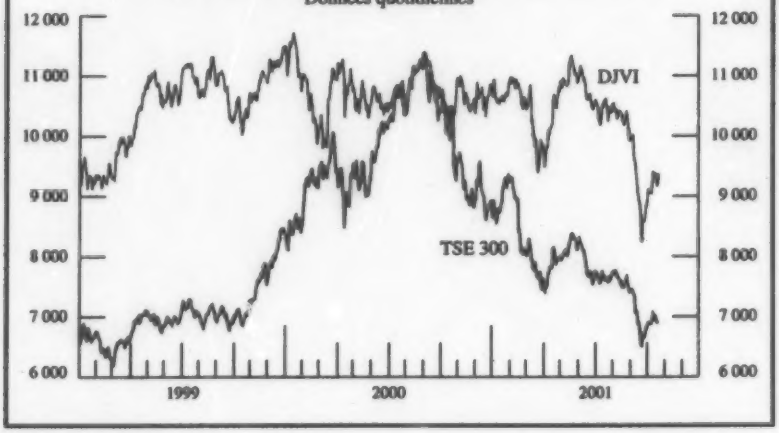
Malgré tout, la croissance des crédits aux entreprises s'est accélérée depuis mai dernier, et ce, en raison d'une augmentation de la demande de financement. Cette hausse tient au désir qu'ont les entreprises de détenir davantage de liquidités face à l'incertitude accrue sur le plan économique. Les crédits aux ménages continuent d'afficher une solide progression.

Entre la fin de mai et le début de septembre, l'indice de la Bourse de Toronto, le TSE, a accusé une forte baisse, perdant plus de 12 % (Graphique 14). Ce recul reflète celui enregistré par l'indice Dow Jones des valeurs industrielles, qui a chuté d'environ 15 % au cours de la même période. Le repli des cours boursiers témoignait de la dégradation des perspectives en matière de profits à mesure que le ralentissement de l'économie mondiale devenait plus manifeste. Ces deux marchés boursiers ont chuté de plus de 10 % durant les dix jours qui ont suivi les événements du 11 septembre, mais ils ont par la suite regagné une bonne partie du terrain perdu.

Graphique 14

TSE 300 et indice Dow Jones des valeurs industrielles

Données quotidiennes



4. LES PERSPECTIVES EN MATIÈRE D'INFLATION

L'incertitude qui caractérise le climat actuel

Les projections économiques actuelles sont entachées d'une incertitude exceptionnellement prononcée.

Au-delà de leurs conséquences tragiques immédiates, les attentats terroristes perpétrés aux États-Unis ont fait naître une grande incertitude sur la scène économique mondiale. Avant ces événements, le ralentissement de l'expansion économique mondiale était déjà assez marqué, les effets de l'essoufflement de la croissance aux États-Unis et de la contraction à l'échelle internationale des secteurs des télécommunications et des technologies de l'information étant devenus plus manifestes dans les autres pays industrialisés et les économies de marché émergentes. Il est vrai que les actes terroristes ont accentué le tassement de l'activité mondiale à très court terme, mais il est fort difficile d'estimer combien de temps ces effets négatifs vont se faire sentir.

Cette incertitude est déterminante dans l'évaluation des perspectives économiques. La tenue de l'économie mondiale dépendra en grande partie de l'évolution de la situation géopolitique et des répercussions des attentats sur la confiance. Les projections économiques formulées dans pareilles circonstances sont entachées d'une incertitude beaucoup plus prononcée que d'ordinaire. Par conséquent, au lieu d'exposer ici nos prévisions habituelles, nous présenterons les hypothèses de travail utilisées actuellement par la Banque et le scénario économique qui en découle. Ces hypothèses seront mises à jour à mesure que nous disposerons de nouvelles données.

Les hypothèses de travail utilisées par la Banque sont les suivantes :
- *il n'y aura aucune nouvelle escalade importante du terrorisme;*
- *la confiance des ménages et des entreprises retournera à des niveaux normaux au second semestre de 2002.*

La première hypothèse sur laquelle se fonde la Banque est qu'il n'y aura pas de nouvelle escalade importante du terrorisme. Il semble raisonnable, dans ces conditions, de s'attendre à une reprise de la confiance des ménages et des entreprises, quoique le moment où celle-ci s'amorcera et le rythme auquel elle s'effectuera soient très difficiles à déterminer. La Banque suppose, comme deuxième hypothèse, que le sentiment d'insécurité actuel continuera de peser sur la confiance des consommateurs et des entreprises en Amérique du Nord durant le premier semestre de 2002, mais que le climat se stabilisera ensuite et que la confiance retournera à des niveaux normaux au second semestre.

La conjoncture internationale

Aux États-Unis, la croissance de l'économie est tombée au point mort durant le premier semestre de 2001. S'il était souhaitable que l'activité décélère quelque peu pour s'établir à un rythme plus soutenable, le tassement observé a été plus profond et plus prolongé qu'on ne l'avait d'abord prévu. Cela est attribuable, dans une large mesure, au renversement marqué de la progression des dépenses d'investissement (qui avaient été l'un des moteurs de l'expansion économique américaine). Les investissements dans le secteur de la technologie ont été particulièrement touchés. La production industrielle a également chuté, les entreprises s'efforçant d'adapter les niveaux de leurs stocks à la demande. Parallèlement, les dépenses de consommation et les dépenses en logement ont continué d'augmenter, mais à un rythme plus lent.

Les attentats terroristes aux États-Unis ont assombri des perspectives déjà peu encourageantes pour 2001.

La détérioration des conditions sur le marché du travail aux États-Unis durant l'été, conjuguée à la faiblesse d'autres indicateurs, donnait à penser que la reprise de la croissance au second semestre de l'année serait plus graduelle qu'on ne l'avait d'abord pensé. Compte tenu des perspectives déjà peu encourageantes pour le deuxième semestre de 2001, les perturbations temporaires engendrées par les attentats terroristes font que la Banque s'attend maintenant à ce que la croissance de l'activité aux États-Unis soit négative aux troisième et quatrième trimestres. Le taux d'expansion n'ayant atteint que 1,2 % en moyenne dans la première moitié de 2001, le taux de croissance annuel moyen s'établirait donc dans ce cas à environ 1 % seulement pour l'ensemble de l'année (à peu près 0 % pour les quatre trimestres de 2001), ce qui avoisine la moyenne des prévisions.

À mesure que l'incertitude se dissipera l'an prochain, les mesures monétaires et budgétaires fortement expansionnistes qui ont été mises en place devraient favoriser une reprise relativement robuste de la croissance.

Pour ce qui est de 2002, plusieurs facteurs, dont les baisses substantielles des taux d'intérêt, devraient contribuer à ranimer la croissance. La Réserve fédérale américaine est intervenue rapidement pour réduire les taux d'intérêt officiels à la suite des attaques terroristes. Les mesures de relance budgétaires adoptées cet été ainsi que l'accroissement des dépenses publiques et les réductions d'impôts proposées au lendemain des attentats viendront également soutenir les revenus personnels et la demande aux États-Unis. En outre, au 11 septembre, la correction des stocks était déjà très avancée et tirait à sa fin dans certains secteurs, notamment l'industrie automobile. En supposant que la confiance se rétablisse à des niveaux normaux au deuxième semestre de 2002, on s'attend à ce que les mesures budgétaires et monétaires fortement expansionnistes mises en place au cours de la dernière année favorisent une reprise relativement robuste de l'activité économique. Par conséquent, après une faible remontée au premier semestre

de 2002, la croissance devrait dépasser le taux d'augmentation de la production potentielle (estimé à quelque 3 %, Note technique 3) dans la deuxième moitié de l'année. Selon ce scénario, le rythme d'expansion en 2002 serait donc d'environ 1 % sur l'ensemble de l'année, ce qui est également proche de la moyenne des prévisions. La faiblesse du taux projeté tient en grande partie à la contraction attendue de l'activité économique au second semestre de 2001. De fait, mesurée en glissement annuel au quatrième trimestre, l'expansion devrait être beaucoup plus ferme en 2002, atteignant 2,7 %[3].

L'expansion économique devrait décélérer dans les grands pays européens...

La croissance plus anémique que prévu aux États-Unis et les niveaux accrus d'incertitude sur les marchés mondiaux auront aussi un impact négatif sur les autres économies industrialisées. C'est pourquoi les grandes banques centrales ont toutes abaissé leurs taux d'intérêt afin de soutenir la demande. En Europe, les répercussions du ralentissement des dépenses d'investissement aux États-Unis ainsi que les effets du recul de la demande intérieure étaient de plus en plus manifestes avant même les attentats de septembre. Les industries technologiques faisaient l'objet d'une correction particulièrement importante. Au Japon, les problèmes économiques ne se sont pas atténués depuis la parution du *Rapport* de mai, en grande partie parce que les efforts visant à relancer l'activité sont entravés par des lacunes structurelles fondamentales, y compris les difficultés persistantes du secteur financier. À la lumière des événements récents, on prévoit que la croissance des grandes économies européennes décélérera en 2001, pour s'établir aux alentours de 1,5 % sur l'ensemble de l'année, et que l'activité économique au Japon se contractera d'environ 0,5 %. Les perspectives de croissance se sont aussi encore détériorées dans les économies de marché émergentes, bien que les difficultés financières que connaissent l'Argentine et la Turquie ne se soient propagées que de façon assez limitée.

... et, au Japon, il est probable que l'activité se contractera.

Compte tenu du ralentissement de l'économie mondiale, les prix en dollars É.-U. des produits de base non énergétiques devraient diminuer encore légèrement au cours des prochains mois puis se redresser graduellement.

3. Étant donné la grande incertitude qui règne actuellement et son caractère unique, nous avons rompu avec notre habitude qui consiste à exposer une plage de résultats probables. Le scénario économique est plutôt présenté sous forme de résultat ponctuel. On peut assimiler le résultat projeté au point médian d'une fourchette dont les limites se situent à un point de pourcentage de part et d'autre de ce point médian, si les hypothèses de travail se matérialisent. Cependant, la marge d'incertitude est en réalité plus étendue, puisqu'elle doit inclure l'incertitude qui entoure les hypothèses de travail elles-mêmes.

Note technique 3

Perspectives en matière d'investissements privés et de production potentielle aux États-Unis

Les dépenses d'investissement ont eu une influence déterminante dans l'évolution récente de l'économie américaine. La plupart des analystes s'attendaient à ce que le ralentissement actuel soit d'assez courte durée et qu'à la faveur de baisses des taux d'intérêt et des cours de l'énergie, l'activité reprenne rapidement une fois les déséquilibres des stocks corrigés. En août, toutefois, il était clair que la décélération de l'économie américaine était plus marquée que prévu et que la faiblesse des investissements avait été nettement sous-estimée. Les attentes des investisseurs en matière de rendement avaient apparemment atteint des niveaux insoutenables, en particulier dans le domaine des technologies de l'information et de la communication. Le renversement de cette situation et la chute parallèle du cours des actions ont contribué à une compression brutale des dépenses d'investissement. Ce cycle classique des investissements a joué un rôle beaucoup plus important que celui qu'on lui avait d'abord reconnu.

Auparavant, l'expansion rapide des dépenses d'investissement avait eu de fortes répercussions sur la progression de la productivité et de la production potentielle aux États-Unis. Il est de plus en plus manifeste que le boom de l'investissement de la deuxième moitié des années 1990, concentré dans les nouvelles technologies, a favorisé la croissance de la productivité et donc celle de la production potentielle. Ce phénomène a d'importantes implications pour les autorités, qui doivent tenir compte de la production potentielle et de l'incertitude qui l'entoure au moment de déterminer l'orientation appropriée de la politique monétaire.

Le taux tendanciel de croissance de la productivité et de la production potentielle est cependant très difficile à prévoir, du fait non seulement du caractère accusé du cycle des investissements, mais aussi des révisions apportées récemment aux comptes nationaux des États-Unis. Celles-ci ont entraîné une correction à la baisse des estimations relatives au rythme des dépenses d'investissement et à la progression de la productivité des dernières années. Néanmoins, le taux d'accroissement de la productivité du travail aux États-Unis s'est établi à près de 2,5 % durant la seconde moitié des années 1990, un niveau nettement supérieur à la hausse moyenne enregistrée au cours des deux décennies précédentes (près de 1,5 %).

Plus récemment, la croissance mesurée de la productivité du travail a chuté à environ 1,5 % sur douze mois (données du deuxième trimestre), principalement sous l'effet du ralentissement cyclique de l'activité. Les perspectives d'une hausse du taux de croissance de la productivité et de l'activité à long terme demeurent cependant prometteuses, car le rythme fondamentalement vigoureux des progrès dans le domaine des technologies de l'information et de la communication devrait favoriser une solide remontée des dépenses d'investissement au fil du temps. D'après les données dont elle dispose, la Banque estime que l'augmentation tendancielle de la productivité à moyen terme se situera aux alentours de 2 % par année. Bien qu'inférieur à celui des dernières années, ce niveau dépasse le taux d'accroissement moyen observé durant la période de 1973 à 1995. On s'attend à ce que la production potentielle progresse à un rythme annuel moyen de près de 3 % au cours des prochaines années.

Les dommages matériels et les perturbations causés par les attentats du 11 septembre ont eu manifestement des effets négatifs à court terme sur la productivité et la production potentielle. Ces effets pourraient persister si la grande incertitude qui règne actuellement devait freiner la reprise des investissements, mais les répercussions sur la croissance tendancielle à long terme seront probablement minimes.

Les cours du pétrole brut risquent d'être instables mais, tout compte fait, on s'attend à ce qu'ils demeurent en deçà de 25 $ É.-U. le baril dans les mois à venir. Les prix du gaz naturel, qui ont chuté considérablement depuis le début de 2001, vont probablement se raffermir quelque peu durant l'hiver. Ces hypothèses au sujet des cours du pétrole brut et du gaz naturel cadrent avec les attentes actuelles sur les marchés de contrats à terme.

La demande et l'offre globales au Canada

La croissance de l'économie canadienne devrait être à peu près nulle ou légèrement négative au second semestre de 2001.

Au Canada, on s'attend à ce que l'expansion économique soit à peu près nulle ou légèrement négative au second semestre de 2001. Les exportations canadiennes se sont probablement repliées encore davantage durant cette période, principalement à cause du fléchissement attendu de l'activité économique aux États-Unis. La croissance des dépenses des ménages au second semestre sera sans doute freinée par les pertes d'emplois récentes et projetées, la réduction substantielle des prix des actions et l'incertitude accrue engendrée par les attentats terroristes. Vu le climat économique et politique mondial très incertain qui règne actuellement, on pense que les entreprises canadiennes demeureront prudentes. Les dépenses d'investissement risquent d'être réduites considérablement dans les secteurs où une marge appréciable de capacités inutilisées est apparue ou dans lesquels les perspectives d'évolution à moyen terme de la demande ont été révisées à la baisse par suite des événements du 11 septembre. Il est probable que la progression des investissements dans le secteur énergétique au cours du semestre soit aussi ralentie par l'incidence, sur la trésorerie des entreprises, de la réduction marquée des prix du gaz naturel observée dernièrement.

Comme on prévoit que le rythme d'expansion de l'économie sera proche de zéro, ou même légèrement en deçà, au second semestre de 2001, la croissance moyenne pour l'année devrait se situer aux environs de 1,5 %. Ce chiffre est inférieur à la plage de 2 à 3 % avancée dans le *Rapport* de mai 2001 et la *Mise à jour* du mois d'août. Par ailleurs, selon les plus récentes prévisions du secteur privé, le taux d'accroissement du PIB réel au Canada s'établira à 1,4 % en 2001 (Consensus Economics, 2001). Lors de la parution du *Rapport* de mai, les prévisionnistes tablaient sur une croissance de 2,4 % pour l'année.

La tenue de l'économie canadienne en 2002 dépendra essentiellement du moment et de l'ampleur de la reprise aux États-Unis.

La tenue de l'économie canadienne en 2002 dépendra essentiellement du climat mondial, en général, et du moment et de l'ampleur de la reprise aux États-Unis, en particulier. La Banque prend comme hypothèse de travail que la confiance des ménages et des entreprises aux États-Unis et au Canada retournera à des niveaux normaux au second semestre de 2002, en l'absence de nouveaux chocs géopolitiques importants. Selon ce scénario, une reprise de l'activité chez nos voisins du sud durant la deuxième moitié de 2002 accroîtra les exportations de produits canadiens. Au fur et à mesure que la confiance se rétablira, les mesures monétaires fortement expansionnistes en place, conjuguées aux augmentations des dépenses publiques annoncées récemment et aux réductions d'impôts déjà décrétées, devraient favoriser une vive progression de la dépense au pays. Un regain de la demande intérieure et étrangère devrait alimenter un redressement des investissements des entreprises après quelque temps. Les résultats de l'enquête que la Banque a menée en septembre auprès des entreprises laissent toutefois supposer que les dépenses d'investissement vont probablement s'inscrire en baisse au cours de la prochaine année, étant donné la grande incertitude entourant l'évolution future des ventes. D'après ce scénario, la croissance devrait demeurer relativement faible au premier semestre de 2002 — aux alentours de 2 % en rythme annuel — puis grimper à environ 4 % dans la deuxième moitié de l'année (soit au-dessus du taux d'augmentation de la production potentielle, estimé à quelque 3 %). Le rythme d'expansion de l'activité en 2002 devrait donc se situer à environ 1,5 % sur l'ensemble de l'année. Ce chiffre est comparable au taux de 1,7 % avancé maintenant en moyenne par les prévisionnistes du secteur privé pour l'an prochain, lequel est en nette baisse par rapport aux 3,3 % indiqués dans la livraison de mai du *Rapport*.

Selon les hypothèses de travail actuelles de la Banque, la croissance de l'économie s'accélérera et dépassera celle de la production potentielle au deuxième semestre de 2002.

La mesure des attentes relatives à l'inflation

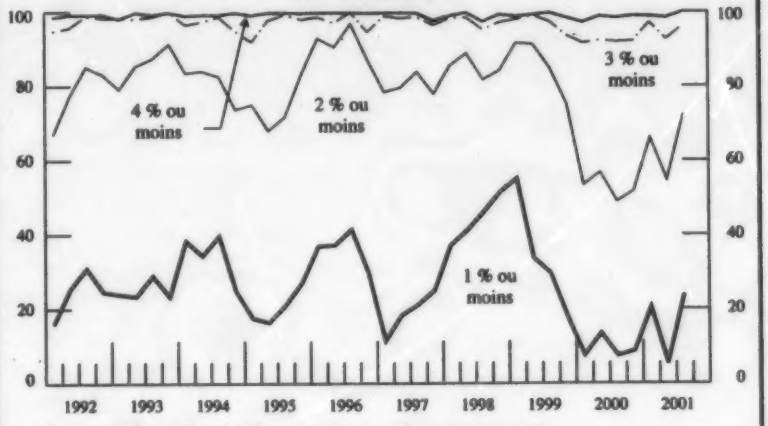
Le taux d'inflation attendu à long terme demeure très près du point médian de la fourchette cible de maîtrise de l'inflation.

Les résultats de l'enquête périodique du Conference Board du Canada sur la confiance des entreprises qui ont été publiés à l'automne révèlent que 72 % des répondants s'attendaient à ce que les prix s'accroissent en général au cours des six mois suivants à un rythme de 2 % ou moins, et 96 % à un rythme de 3 % ou moins (Graphique 15). La plus récente enquête effectuée auprès des entreprises par nos bureaux régionaux confirme que les attentes en matière d'inflation sont solidement ancrées à l'intérieur de la fourchette de maîtrise de l'inflation visée par la Banque. Le taux d'augmentation de l'IPC global attendu en moyenne par les prévisionnistes du secteur privé est de 2,0 % pour 2002 (en légère diminution par rapport au niveau annoncé au printemps dernier). Par

Graphique 15

Ventilation en % des attentes d'inflation pour les six prochains mois

Données trimestrielles



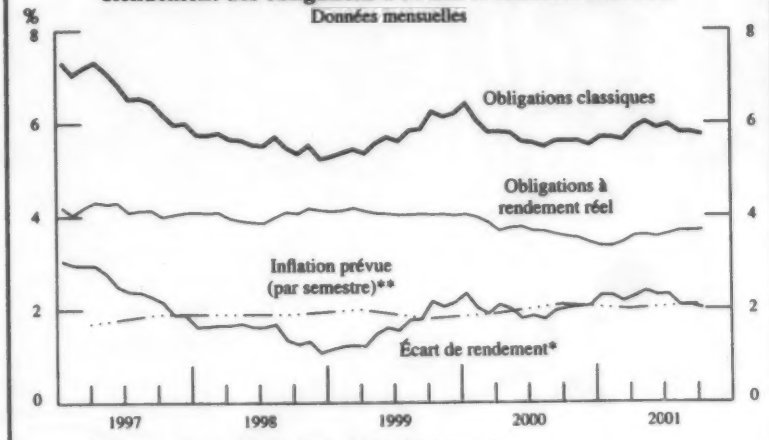
Source : Conference Board du Canada, *Indice de confiance des entreprises*

ailleurs, l'écart entre le rendement des obligations classiques à 30 ans et celui des obligations à rendement réel avoisine les 2 % (Graphique 16). Les taux d'inflation prévus à plus long terme varient généralement entre 2,0 et 2,1 %, selon l'horizon considéré.

Graphique 16

Rendement des obligations à 30 ans et inflation attendue

Données mensuelles



* Établi au moyen de la formule de calcul des intérêts composés

** Source : Consensus Economics Inc.

Les autres facteurs qui influent sur l'inflation

L'incidence des fortes majorations passées des coûts de l'énergie sur les composantes hors énergie de l'IPC devrait demeurer faible.

Les effets du renchérissement de l'énergie sur les composantes hors énergie de l'IPC risquent de persister mais devraient en revanche être modestes et s'étaler sur quelques années.

Par contre, les perspectives d'évolution à court terme des prix à la consommation de l'énergie et, partant, de l'IPC global sont encore largement influencées par les hypothèses relatives aux prix du pétrole brut et du gaz naturel. Si les cours du pétrole brut restent, d'ici la fin de l'année, sous le niveau qu'ils affichaient début septembre — soit 27 $ É.-U. le baril —, les prix de l'essence et du mazout demeureront probablement inférieurs à ce qu'ils étaient un an auparavant. En outre, on s'attend à ce que le taux d'accroissement sur douze mois des prix à la consommation du gaz naturel se modère durant les six prochains mois.

L'augmentation des coûts provoquée par la dépréciation du dollar canadien depuis le début de 2000 pourrait continuer à exercer certaines pressions à la hausse sur l'inflation durant les 18 mois à venir. On se rappellera cependant qu'au cours des années 1990, les fluctuations marquées des taux de change n'ont eu que peu d'incidence sur l'IPC, au Canada comme dans bien d'autres pays industriels, ce qui incite à croire que les effets de cette dépréciation seront restreints.

Les pressions sur le marché du travail s'étant atténuées récemment, on prévoit que les gains salariaux ralentiront tout au long de 2002. De fait, les résultats de la plus récente enquête menée par la Banque auprès des entreprises montrent que ces dernières sont beaucoup moins nombreuses qu'à la fin de 2000 à croire que les hausses salariales vont être plus élevées. Comme on s'attend à des gains de productivité plus robustes une fois la reprise économique amorcée, la progression de l'ensemble des coûts unitaires de main-d'œuvre devrait être modérée.

Les projections basées sur l'évolution des agrégats monétaires

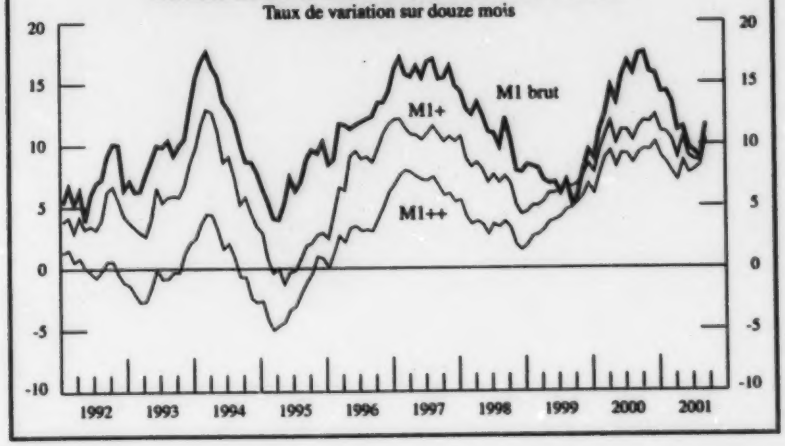
Les rythmes d'expansion des trois agrégats monétaires au sens étroit se sont nettement ralentis depuis le début de l'année, mais ils restent relativement élevés.

Même si elle demeure relativement vive, la progression des trois agrégats monétaires au sens étroit, M1, M1+ et M1++, a nettement ralenti depuis le début de l'année (Graphique 17). Une bonne part de cette décélération, particulièrement dans le cas de M1 brut, est attribuable à l'importance décroissante de facteurs spéciaux, comme la forte augmentation antérieure des dépôts des institutions financières dans les banques, qui avait eu pour effet de gonfler la croissance des agrégats au sens étroit par rapport à celle des encaisses de transaction.

Graphique 17

Croissance de la masse monétaire au sens étroit

Taux de variation sur douze mois



L'une des raisons pour lesquelles la monnaie au sens étroit a connu une progression relativement vigoureuse depuis est l'augmentation de la demande d'encaisses de précaution. Confrontés à l'incertitude accrue sur les marchés boursiers et préoccupés par le niveau futur de leurs revenus, les entreprises et les particuliers ont pu choisir, par mesure de prudence, de détenir davantage de dépôts à vue. Un resserrement des conditions du crédit dans certains secteurs pourrait aussi avoir amené les agents économiques à souhaiter disposer de plus de liquidités. Dans la mesure où ces encaisses serviront à l'acquisition d'avoirs financiers plutôt qu'à l'achat de biens et de services lorsque l'incertitude se sera dissipée, leur augmentation n'annonce pas une intensification des pressions inflationnistes dans l'immédiat.

En septembre, l'expansion de la monnaie au sens étroit s'est accélérée de façon marquée, largement en raison de facteurs temporaires liés aux attentats terroristes, ces derniers ayant incité un bon nombre d'entreprises et de ménages à accroître leurs liquidités et à retarder le réinvestissement de leurs fonds.

Si l'on en juge par l'expansion de la monnaie au sens étroit, la croissance du PIB réel en 2002 se situera entre 2 et 2,5 % (Graphique 18). Le modèle de la Banque fondé sur la monnaie au sens étroit indique que l'inflation mesurée par l'indice de référence redescendra près du point médian de la fourchette cible de maîtrise de l'inflation au cours des six prochains mois.

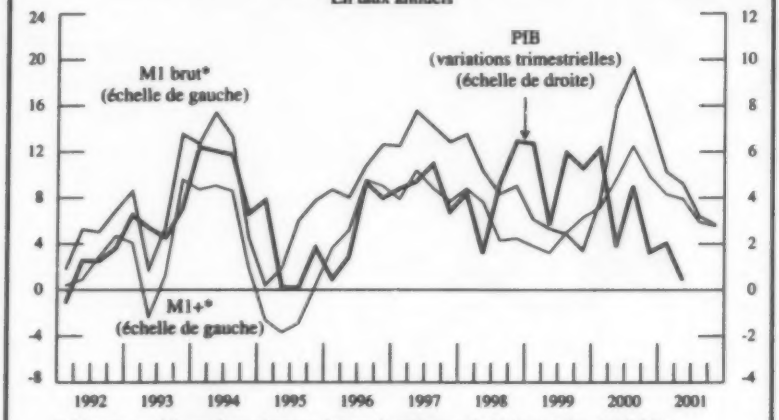
Selon le modèle de la Banque fondé sur la monnaie au sens étroit, l'inflation mesurée par l'indice de référence descendra aux alentours de 2 % au cours des six prochains mois.

La croissance de M2++ a également ralenti depuis le début de l'année du fait de la baisse des montants nets confiés aux fonds communs de placement. Cependant, elle s'est accélérée en septembre,

Graphique 18

Taux de croissance du PIB réel, de M1 brut réel et de M1+ réel

En taux annuels



* Moyenne mobile sur deux trimestres du taux de croissance de M1 brut et de celui de M1+ (corrigés par l'indice de référence); chiffres du trimestre précédant le trimestre considéré

par suite principalement de la vive progression de la monnaie au sens étroit et d'un intérêt renouvelé pour les fonds communs de placement du marché monétaire. Les données rétrospectives se rapportant à M2++ ont été révisées en raison de l'adoption d'une source plus fiable relativement aux montants versés dans ces fonds[4]. Les nouveaux chiffres révèlent une expansion plus modérée en 2001 et au début de 2002 qu'on ne l'avait d'abord estimé. L'agrégat M2++ croît actuellement à un rythme généralement compatible avec un taux d'inflation se situant aux alentours de 2 % (Graphique 19).

Les prévisions relatives à l'inflation

L'offre excédentaire continuera de s'accentuer jusqu'au milieu de 2002.

Nous estimons que l'économie canadienne était en situation d'offre excédentaire au troisième trimestre de 2001. Selon le scénario découlant des hypothèses de travail de la Banque, la croissance de la production réelle ne devrait pas excéder celle de la production potentielle avant la deuxième moitié de 2002. Par conséquent, l'offre excédentaire devrait continuer de s'accentuer jusqu'au milieu de 2002, exerçant ainsi des pressions à la baisse sur l'inflation mesurée par l'indice de référence. Cette influence devrait être modérée par le maintien à près de 2 % du taux d'inflation attendu

4. Les chiffres sur les fonds communs de placement proviennent désormais de l'Institut des fonds d'investissement du Canada.

Graphique 19

Taux d'inflation mesuré par l'indice de référence et taux de croissance de la monnaie au sens large

En glissement annuel

à long terme et par les hausses observées et anticipées des coûts unitaires de main-d'œuvre, qui sont de même ampleur.

Selon ce scénario, la Banque s'attend à ce que l'inflation mesurée par l'indice de référence glisse sous les 2 % au début de 2002 et tombe à quelque 1 1/2 % au second semestre de l'année. Elle prévoit que les capacités inutilisées dans l'économie commenceront à se résorber durant cette période puis disparaîtront en 2003. Par conséquent, l'inflation mesurée par l'indice de référence devrait remonter près du point médian de 2 % avant la fin de 2003.

Les taux d'augmentation de l'indice de référence et de l'IPC global devraient glisser sous les 2 %, point médian de la fourchette cible, en 2002...

... et remonter à près de 2 % avant la fin de 2003.

Si les cours mondiaux de l'énergie restent près ou en deçà des niveaux affichés début septembre, le taux d'accroissement de l'IPC global devrait tomber aux alentours de 2 % d'ici la fin de cette année et descendre sous le point médian de la fourchette cible en 2002. Toujours selon cette hypothèse au sujet des prix de l'énergie, la hausse de l'IPC global sera plus faible que celle de l'indice de référence en 2002. On prévoit enfin que le taux d'augmentation de l'IPC global remontera également près du point médian de 2 % vers la fin de 2003.

5. Conclusions

Au cours de l'été, les signes indiquant que le ralentissement économique en Amérique du Nord serait plus prononcé et durerait plus longtemps qu'on ne l'avait d'abord prévu ont commencé à s'accumuler. En particulier, les effets du repli en cours à l'échelle mondiale dans les secteurs de l'information et des télécommunications ont joué un rôle beaucoup plus important que celui qu'on leur avait reconnu au départ.

Les événements du 11 septembre et leurs retombées un peu partout dans le monde ont nettement accentué la faiblesse et l'incertitude qui caractérisent les perspectives de croissance à court terme de l'économie mondiale et de l'économie canadienne. La rapidité avec laquelle les niveaux d'activité se redresseront et la croissance économique redémarrera dépend essentiellement de l'évolution de la situation géopolitique et du moment où la confiance des ménages et des entreprises aux États-Unis et au Canada reviendra à la normale.

On peut imaginer un scénario dans lequel la confiance se rétablira rapidement et où, compte tenu des mesures budgétaires et monétaires fortement expansionnistes qui ont été mises en place, une reprise robuste de la croissance s'amorcera dès les premiers mois de 2002. Par contre, la confiance des ménages et des entreprises en Amérique du Nord pourrait rester fragile encore longtemps, auquel cas la croissance risque de demeurer anémique durant la majeure partie de l'année.

La décision qu'a prise la Banque le 23 octobre d'abaisser de nouveau le taux cible du financement à un jour repose sur les hypothèses de travail avancées dans le présent rapport, c'est-à-dire qu'il n'y aura pas de nouvelle escalade importante du terrorisme et que la confiance se rétablira pour revenir à des niveaux normaux dans la seconde moitié de 2002.

En s'appuyant sur cette analyse, la Banque prévoit maintenant que des pressions à la baisse sur l'inflation persisteront durant une bonne partie de l'année prochaine et que le taux d'inflation mesuré par l'indice de référence descendra à 1 1/2 % environ au cours du second semestre de 2002. La diminution de 75 points de base du taux directeur de la Banque — le taux cible du financement à un jour — qui a été annoncée le 23 octobre visait à soutenir la croissance économique et à maintenir l'inflation près de notre cible de 2 % à moyen terme; conjuguée aux réductions antérieures, cette baisse a fait tomber le taux directeur à 2,75 %.

Bien qu'elle soit entourée d'une marge d'incertitude exceptionnellement grande, l'évaluation des perspectives exposée dans le présent rapport guidera la Banque, à mesure que de nouvelles données sur l'économie deviendront disponibles, dans les décisions qu'elle prendra concernant l'orientation à imprimer à la politique monétaire.

BIBLIOGRAPHIE

Banque du Canada (1991). « Cibles de réduction de l'inflation : Communiqué et documentation à l'appui », *Revue de la Banque du Canada* (mars), p. 3-21.

_____ (1991). « Les cibles de réduction de l'inflation : autres considérations d'ordre pratique et questions de mesure », *Revue de la Banque du Canada* (septembre), p. 3-23.

_____ (2001). « Déclaration commune du gouvernement canadien et de la Banque du Canada concernant la reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation », communiqué du 17 mai 2001 et documents d'information reproduits dans la *Revue de la Banque du Canada* (été), p. 67-79.

Canada. Statistique Canada. *Information population active*, publication n° 71-001-PPB au catalogue (mensuel), Ottawa, Travaux publics et Services gouvernementaux Canada.

Conference Board du Canada (2001). *Indice de confiance des entreprises* (automne).

_____ (2001). *Indice des attitudes des consommateurs* (automne).

Consensus Economics Inc. (2001). *Consensus Forecasts*.

Crawford, A. (2001). « La prévisibilité du taux moyen d'inflation en longue période », *Revue de la Banque du Canada* (automne), p. 15-22.

Macklem, T. (2001). « Une nouvelle mesure de l'inflation fondamentale », *Revue de la Banque du Canada* (automne), p. 3-14.

En 2002, le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada sera publié en avril et en octobre. Des mises à jour de l'analyse qui y est présentée paraîtront en janvier et en juillet. Pour recevoir des exemplaires du *Rapport* au complet, du *Sommaire* ou de la *Mise à jour*, veuillez communiquer avec le Service de la diffusion des publications, département des Communications, Banque du Canada, Ottawa (Ontario), Canada K1A 0G9.

Téléphone : (613) 782-8248; adresse électronique :
publications@banqueducanada.ca;
site Web : http://www.banqueducanada.ca